

# ANTI-RALLO

## PHILIPP BAGUS

CRITICA A LA TEORÍA MONETARIA DE J. R. RALLO



Freedom  
Knowledge

Anti-Rallo

Sección: Ciencias Económicas

Philipp Bagus:

Anti-Rallo

Crítica a la teoría monetaria de J. R. Rallo



# Agradecimientos

Me gustaría dar las gracias a Bernardo Ferrero, Jesús Huerta de Soto, Guido Hülsmann, Christoph Klein, Adrián Rodríguez y a los participantes en la 6.<sup>a</sup> Conferencia de Madrid sobre Economía Austriaca por sus útiles comentarios. Todos los demás errores son míos.

# I. Introducción

En su obra *Una crítica a la teoría monetaria de Mises* Juan Ramón Rallo (2019) critica la teoría monetaria de Mises desarrollada en *La teoría del dinero y del crédito* (Mises 1997). Rallo dedica su libro a Antal Fekete a quien felicita por haber hecho avanzar la teoría monetaria austriaca (2019, p. 7). Antal Fekete era un extravagante personaje. El profesor de matemáticas y estadística de origen húngaro apoyó al patrón oro e intentó desarrollar su teoría particular del capital, dinero, interés y de la banca.

En esta contribución queremos mostrar que Rallo y Fekete no avanzan la teoría monetaria austriaca, sino que defienden una variante idiosincrásica de la escuela bancaria.

Damos apoyo a la afirmación de Huerta de Soto (2014, p. 235) de que la teoría neo-bancaria de Rallo no es nueva ni austriaca. Demostraremos que el enfoque de la escuela neo-bancaria adolece de los mismos defectos que la escuela bancaria tradicional, sobre todo por no tener en cuenta la teoría del capital (Huerta de Soto 2014).

Para tratar las cuestiones pertinentes, tenemos que volver a algunos fundamentos o elementos esenciales de la teoría económica y desarrollarlos. Tocaremos la naturaleza del dinero, el dinero ideal, el ahorro real, la demanda de dinero, la caída de los precios, qué refleja el tipo de interés y cómo se determina, etc.

En la segunda sección, presentaremos la teoría de Rallo como una variante de la escuela bancaria clásica. En la siguiente sección, analizaremos las razones que presenta Rallo a favor

de una oferta monetaria elástica, nos preguntaremos qué es un dinero ideal y si la deflación de precios es un problema. En la cuarta sección, presentamos las críticas clásicas a la Doctrina de las Letras Reales, que en cierta medida también son aplicables a la teoría bancaria de Rallo. A continuación, en nuestra sección principal, presentamos una crítica austriaca a la teoría de Rallo que demuestra como su sistema es propenso a causar ciclos económicos. En este contexto, destacamos el papel del ahorro real en las inversiones y revisamos la esencia de los medios fiduciarios. En la sexta sección, mostramos que, contra Rallo, el descalce de plazos no es la causa última y genuina del ciclo económico y no tiene que ser desestabilizador, sino que puede ser dinámicamente eficiente.



## II. El enfoque de la escuela neo-bancaria: Una breve visión general

La justificación económica de la banca con reserva fraccionaria proporcionada por la escuela bancaria radica en los supuestos problemas que provocaría un aumento de la demanda de dinero con una oferta monetaria rígida. Estos problemas, que se discutirán en detalle más adelante, implican fricciones debidas a la rigidez de los precios o a los costes de los recursos derivados de la producción de dinero en sentido estricto.

Rallo (2019) coincide con la escuela bancaria. También encuentra problemas con una oferta monetaria inelástica cuando aumenta la demanda de dinero y ve la solución en la banca con reserva fraccionaria siguiendo la tradición de la escuela bancaria. Sin embargo, el enfoque de la escuela bancaria de Rallo es de un tipo único o especial.

La versión idiosincrásica de la escuela bancaria de Rallo combina varios enfoques e ideas: En primer lugar, está la «doctrina de las necesidades del comercio». El economista español (2019, p. 59) sigue la idea de Fullarton de que la producción de sustitutos monetarios sin respaldo (medios fiduciarios) se ajustaría a las necesidades del comercio dentro de un sistema bancario con reserva fraccionaria libre. Si hay un aumento de la demanda de dinero, el sistema bancario de reserva fraccionaria produce más sustitutos del dinero. Si se producen demasiados sustitutos del dinero, éstos vuelven al emisor. Esta es la ley del reflujo, la segunda idea que Rallo adopta de la escuela bancaria. Debido a la «doctrina de las necesidades del comercio» y a la «ley del reflujo», el sistema bancario con

reserva fraccionaria libre ajustaría con flexibilidad la cantidad de medios fiduciarios a las necesidades del comercio.

En tercer lugar, Rallo (2019, p. 71) se adhiere a la Doctrina de las Letras Reales («Real Bills»). La Doctrina de las Letras Reales puede considerarse una versión refinada de la escuela bancaria. Algunos autores incluso consideran la Doctrina de las Letras Reales y la visión de la escuela bancaria como sinónimos.<sup>1</sup> La Doctrina de las Letras Reales defiende la producción de medios fiduciarios, es decir, sustitutos monetarios sin respaldo, (solo) a través de la compra (o descuento) de letras reales. Como las letras reales están garantizadas o colateralizadas por bienes que están próximos a ser comprados por los consumidores, existiría un límite real exógeno a la producción de medios fiduciarios. Según la Doctrina de las Letras Reales, es el volumen (p. 71) de bienes producidos lo que limita la cantidad de medios fiduciarios producidos en un sistema bancario competitivo de reserva fraccionaria.

El volumen de bienes influye en la demanda de dinero, ya que el dinero es necesario para completar las transacciones para comprar los bienes producidos. En resumen, cuando la demanda de dinero aumenta porque se producen más bienes, en un sistema de banca con reserva fraccionaria libre, la oferta de medios fiduciarios aumenta facilitando el comercio. Desde esta perspectiva, la emisión de medios fiduciarios no es distorsionadora sino coordinadora. De este modo, Rallo sigue a la vieja escuela bancaria que sostiene que la expansión crediticia dirigida a las líneas correctas, es decir, a través del crédito a corto plazo (letras reales), no provocará ni inflación de precios ni un ciclo económico (Rothbard 2013, p. 71).

En resumen, la teoría de Rallo equivale a una combinación de la Doctrina de las Letras Reales, la doctrina de las necesidades del comercio y la teoría del reflujo (Huerta de Soto 2014).<sup>2</sup>

## 1. Crítica a Mises

Basándose en esta teoría, Mises es un objetivo lógico para Rallo, porque Mises se sitúa en la tradición de la escuela monetaria que se opone a las ideas de la escuela bancaria. Mises distingue entre el crédito circulatorio, que es el crédito no respaldado por el ahorro real, y el crédito mercancía que está respaldado por el ahorro real. En el crédito circulatorio se crean medios fiduciarios (sustitutos monetarios sin respaldo), mientras que en un crédito mercancía no es así.

Para Rallo (2019, p. 123) esta diferenciación Misesiana entre crédito mercancía y crédito circulatorio es problemática y algo artificial. Rechaza de plano la noción de crédito circulatorio. Sostiene que los bancos son siempre intermediarios de crédito y nunca creadores de crédito. Señala que los activos de los bancos siempre son iguales a los pasivos. Por lo tanto, el crédito concedido por un banco (préstamos) es igual al crédito que recibe (pasivos como los depósitos y billetes que emite). En otras palabras, el crédito que el banco proporciona a sus deudores es igual al crédito que los acreedores del banco le proporcionan.

Un ejemplo de ahorro Rallo (2019, p. 125) ofrece un ejemplo ilustrativo de la intermediación crediticia y el ahorro. Supone un patrón oro de reserva fraccionaria. En este mundo, un banco crea medios fiduciarios para conceder una hipoteca. El titular de la hipoteca compra una casa a un promotor utilizando los medios fiduciarios como pago. Cuando el promotor acepta el pago con medios fiduciarios se convierte en un «ahorrador» a los ojos de Rallo, porque no pide dinero en sentido estricto (oro en este caso).

Rallo, pues, imagina la misma situación sin el banco (es decir, sin el intermediario). Sin el banco, el promotor recibe como pago un «pagaré» («medio fiduciario») emitido por el comprador de la casa. El promotor tiene ahora en su poder el

pagaré emitido por el comprador y tiene que esperar a que se le pague en oro. A medida que se paga la hipoteca, el promotor recibe dinero en sentido estricto (oro). Rallo argumenta que el titular del pagaré, el promotor, está ahorrando y que el fondo del ejemplo no cambia cuando hay un intermediario, porque el «medio fiduciario» lo considera un pagaré emitido por el banco. Por lo tanto, el titular del medio fiduciario también está ahorrando.

Mientras los medios fiduciarios estén en circulación, alguien está renunciando a los bienes presentes. El titular se aferra a los medios fiduciarios en lugar de comprar bienes presentes (p. 127). Está esperando a recibir el dinero en sentido estricto. Si el titular de los medios fiduciarios los vende a otra persona, ésta tiene dos opciones. Primero, puede ir al banco y exigir el dinero en sentido estricto (oro), entonces el oro queda en manos de esta otra persona. La cantidad de medios fiduciarios se reduce (reflujo). En segundo lugar, la otra persona puede retener los medios fiduciarios y renunciar a retirar el oro (p. 128-29). Entonces la persona está, según Rallo, ahorrando.

Rallo (2019, p. 65) sostiene que las personas que tienen billetes de banco «financian» la concesión de créditos por parte del banco porque no piden canjear sus billetes de banco (medios fiduciarios) en dinero base (dinero en sentido estricto).

Rallo también niega que la cuestión de los medios fiduciarios implique una doble disponibilidad de dinero en sentido estricto, como afirman los defensores de la reserva 100%. Según él, solo hay dos opciones. En primer lugar, el titular de los medios fiduciarios los canjea por oro. En este caso, el oro solo está disponible para la persona que canjea los medios fiduciarios (y no para otra persona). En segundo lugar, los medios fiduciarios no se canjean, entonces el oro sigue estando a disposición del banco (y no está a disposición del titular de los medios fiduciarios).<sup>4</sup>

Después de haber expuesto brevemente el funcionamiento del sistema de banca libre con reserva fraccionaria tal y como lo

concibe Rallo, echaremos un vistazo a sus argumentos a favor de dicho sistema. En la discusión nos debemos fijar en el funcionamiento de una deflación causada por el deseo de incrementar los saldos de tesorería y en la cuestión del dinero ideal.

### III. Aumento de la demanda de dinero y el sistema monetario ideal

#### 3.1 La deflación por incremento en los saldos de tesorería y su función social

Rallo no solo describe cómo funciona un sistema bancario con reserva fraccionaria basado en letras reales, sino que también argumenta que dicho sistema tiene importantes ventajas frente a un sistema con reserva 100%. Antes de analizar las razones que aporta Rallo (2019) a favor de una oferta monetaria elástica que contrarreste la deflación por incremento en los saldos de tesorería, veamos primero el proceso de deflación por incremento en los saldos de tesorería en sí mismo.

La demanda de dinero es la demanda de mantener dinero como saldo de tesorería. Los saldos de tesorería sirven para reducir la incertidumbre sentida, ya que los saldos de tesorería permiten afrontar «gastos imprevistos e indefinidos» (Mises 1997, p. 277).<sup>5</sup> Cuando los individuos quieren conseguir un mayor saldo de tesorería, intentan comprar dinero a otros que, concomitantemente, deben reducir sus saldos de tesorería. Cuando una mayoría o incluso todos los individuos exigen aumentar su saldo de tesorería, no pueden aumentar todo su saldo nominal de tesorería al mismo tiempo si la oferta de dinero es constante. Sin embargo, pueden aumentar sus saldos reales de tesorería.

El aumento del saldo de tesorería real de los agentes económicos es esencial para los actores. Al final, lo que cuenta es lo que un saldo de tesorería puede comprar y no su valor

nominal. Cuando los precios nominales caen, los saldos reales de tesorería aumentan para todos los poseedores de dinero. Y éste es exactamente el resultado del proceso de mercado cuando todos los individuos tratan de aumentar sus saldos nominales de efectivo.<sup>6</sup>

Por lo tanto, para lograr el resultado deseado de un aumento de los saldos reales de tesorería, no es necesario un ajuste especial que incluya cambios en la oferta de dinero. Como señala Hülsmann (2000, p. 106):

*Unlike all other commodities, money itself constantly adjusts to the conditions of the market. The services rendered by any unit of money are constantly adjusted under the impact of change in the demand for and supply of money.*

También existe una función social del aumento de la demanda de dinero en tiempos de crisis.<sup>7</sup> La demanda de dinero puede aumentar bruscamente cuando aumenta la incertidumbre. Tras las catástrofes naturales, las guerras o las pandemias, la incertidumbre se dispara al igual que la demanda de dinero. La demanda de dinero se satisface en estas situaciones generalmente reduciendo el gasto de consumo. De este modo, se liberan los bienes de consumo que se necesitan urgentemente porque la producción se ha reducido debido a las catástrofes naturales o inducidas por el hombre. Si la demanda de dinero no aumentara y se manifestara en una reducción del gasto de consumo, los precios de los bienes de consumo podrían aumentar más bruscamente en estos escenarios. La subida de los precios se amortigua y se satisface la demanda de preparación para la incertidumbre. Se reduce la probabilidad de que se produzca un pánico social inducido por la subida desmesurada de los precios de los bienes de consumo. Los bienes de consumo se liberan para aquellos que se ven especialmente afectados por las catástrofes (Huerta de Soto 2021).

Además, cuando los individuos quieren aumentar su saldo de tesorería, no solo pueden comprar menos hasta que los precios bajen hasta el nivel deseado de los saldos reales de tesorería. Cuando los individuos quieren aumentar sus saldos de tesorería, también pueden vender parte de las existencias acumuladas de los bienes que poseen. Por último, los individuos pueden producir y trabajar más, para vender más bienes y servicios y aumentar su saldo de tesorería haciendo bajar los precios. En tiempos de incertidumbre, cuando se esperan más catástrofes naturales y humanas de lo habitual, este aumento de la producción tiene una función social. Hay (o se espera que haya) una escasez relativa de bienes y servicios debido a la (posible) catástrofe. La destrucción esperada de bienes y servicios puede ser parcialmente compensada por el aumento de la producción que resulta de los intentos de aumentar los saldos de tesorería.

Por lo tanto, hay dos funciones sociales importantes de una deflación por incremento en los saldos de tesorería. En primer lugar, los bienes de consumo pueden liberarse y ponerse a disposición de aquellos que se ven especialmente perjudicados en tiempos de incertidumbre. En segundo lugar, la producción puede aumentar ayudando a curar el daño. Sin embargo, estos procesos sociales se interrumpen cuando se producen nuevos medios fiduciarios en respuesta a la mayor demanda de dinero. Entonces, los saldos (nominales) de tesorería aumentan sin necesidad de vender existencias, reducir el gasto de consumo o aumentar la producción.

Por lo tanto, es innecesario, y potencialmente incluso perjudicial, evitar una deflación de incremento en los saldos de tesorería mediante la expansión crediticia. Sin la expansión crediticia, los precios caerán hasta los niveles requeridos de los saldos reales de tesorería deseados. La alternativa es aumentar la producción de medios fiduciarios, es decir, la oferta de



dinero en su sentido más amplio, para evitar una posible caída de los precios.

La idea de que, en lugar de los precios, son las cantidades las que deben ajustarse es, en esencia, una idea keynesiana. Keynes (1936) argumentó que la ley de Say (1964) era errónea y que podía haber una sobreproducción de todos los bienes y servicios. Por ejemplo, cuando hay desempleo, los keynesianos no suelen recomendar que los salarios se ajusten, sino que recomiendan aumentar otra cantidad, a saber, impulsar la demanda agregada. Del mismo modo, cuando la demanda de dinero aumenta, el ajuste del mercado pasa por el mecanismo de los precios y, posiblemente, por una deflación de incremento de los saldos de tesorería. La alternativa al ajuste de los precios es un aumento de las cantidades, es decir, un aumento de la oferta fiduciaria. Según Rallo, este aumento se produce y es deseable que se produzca a través del funcionamiento automático de un sistema bancario de reserva fraccionaria.<sup>8</sup>

Por último, no debemos olvidar, al hablar de los aumentos bruscos de la demanda de dinero debido a una mayor incertidumbre percibida, que estos son más bien raros en una economía de libre mercado. En un mercado libre la demanda de dinero es más bien estable (Bagus y Howden 2011a).

Una causa importante del aumento de la demanda de dinero es la incertidumbre que acompaña a la caída después de un auge artificial y la consiguiente recesión.<sup>9</sup> La recesión, sin embargo, está causada por la expansión crediticia no respaldada por el ahorro real. Irónicamente, es la producción de medios fiduciarios en respuesta a un aumento de la demanda de dinero lo que puede desencadenar un auge insostenible, como analizaremos con más detalle a continuación.

No solo la política de estabilización de precios en tiempos de crecimiento económico por parte de un banco central desestabiliza la economía (Huerta de Soto (2020, cap. 6.9); Machlup (1940, p. 177); Hayek (1933, p. 114; 1928); Mises (1928)). Del mismo modo, la política de estabilización de

precios a través de la producción de medios fiduciarios en tiempos de aumento de la demanda de dinero, desestabiliza la economía y la demanda de dinero. Es, pues, lamentable que Rallo apele a los aumentos de la demanda de dinero para justificar la expansión crediticia. La posibilidad de conceder préstamos sin el respaldo del ahorro real es exactamente lo que promueve la Doctrina de las Letras Reales y lo que desencadena ciclos de auge y recesión. Al fomentar dichos ciclos de auge y recesión, la demanda de dinero se vuelve más volátil de lo que sería en un mercado libre.

### 3.2 El dinero Ideal

La cuestión del dinero ideal es una de las raíces de la divergencia de opiniones entre la escuela bancaria y la escuela monetaria. Es debido a su opinión sobre el dinero ideal por la que los teóricos de la escuela bancaria, y entre ellos Rallo, creen que la banca con reserva fraccionaria puede ser beneficiosa. El mejor dinero es el que eligen los individuos en el mercado libre. Hay varias características que hacen que un medio de cambio sea más propenso a convertirse en dinero, como los bajos costes de almacenamiento y transporte, la facilidad de manejo, la durabilidad, la divisibilidad, la resistencia al desgaste, la homogeneidad, la reconocibilidad y una fuerte demanda no monetaria (Bagus 2009; 2015b). El dinero elegido por el mercado (y no manipulado) permite un cálculo económico eficiente que es una guía esencial para la acción humana en una sociedad basada en la división del trabajo (Mises 2001, p. 271; pp. 277-79).

Una vez que se ha establecido un medio de intercambio como el dinero, Mises (2001, p. 505)<sup>10</sup> y Rothbard (2001, p. 670) consideran que cualquier cantidad de dinero puede cumplir su función como medio de intercambio.<sup>11</sup> Los cambios en la

demanda de dinero provocarán cambios en su poder adquisitivo, pero no afectarán a la utilidad social del dinero. En concreto, un aumento del poder adquisitivo del dinero no afecta negativamente a su utilidad como medio de intercambio (Bagus 2006, p. 114).<sup>12</sup>

Mises (2001, pp. 621-622) señala que la acumulación de dinero no es un problema en una economía de mercado. Hayek, además, considera errónea la idea de que la oferta monetaria debe ser elástica y responder a los cambios en la demanda de dinero:

*«To demonstrate that the cry for an «elastic» currency which expands or contracts with every fluctuation of «demand» is based on a serious error of reasoning. »*

*(Hayek 1931, p. XIII)*

Sin embargo, Rallo, en la tradición de la escuela bancaria, cree que un buen dinero debe responder a los aumentos (disminuciones) de su demanda con aumentos (disminuciones) compensatorios de su oferta. En resumen, el dinero debe tener una oferta elástica. En el sistema bancario con reserva fraccionaria previsto, la oferta de medios fiduciarios se ajusta a su demanda. Cuando la demanda de dinero aumenta, se emiten medios fiduciarios. El aumento de la demanda de dinero se debe a las necesidades del comercio. Cuando los medios fiduciarios se canjean por dinero en sentido estricto, los medios fiduciarios desaparecen siguiendo la ley de reflujo de Fullarton.

Estos argumentos sobre la necesidad de una reacción de la oferta de dinero a los cambios en su demanda coinciden con la llamada teoría del equilibrio monetario que forma parte del análisis keynesiano y monetarista (Huerta de Soto 2020, p. 527). Como veremos en la sección 3.4, la teoría del equilibrio monetario por su enfoque macroeconómico impide entender los procesos microeconómicos subyacentes y lleva a sus

defensores a identificar problemas que se disuelven usando lentes microeconómicas.

Pero, ¿por qué, según Rallo, la expansión crediticia basada en letras reales es beneficiosa si aumenta la demanda de dinero? Rallo (2019, p. 56, 57) sostiene que el aumento de la demanda de dinero en un mercado libre genera problemas. Incluso titula una sección de su libro (2019, p. 53) «el problema de la creciente demanda de dinero.» Pero, ¿cuáles son esos supuestos problemas?

Estos problemas pueden dividirse en tres: innecesarios costes, problemas de coordinación debido a la rigidez de los precios y falta de estabilidad que dificulta la previsión empresarial. Trataremos estos argumentos sucesivamente.

### 3.3 Los argumentos de Rallo a favor de una oferta

#### 3.3.1 *Costes de un patrón monetario con reserva 100%*

Rallo argumenta que un aumento de la demanda de dinero retira material monetario de los fines no monetarios (por ejemplo, de la producción de joyas de oro en el caso de un patrón oro) y dirige más factores de producción hacia la minería. Esto sería negativo para el bienestar de la sociedad (p. 53). Rallo subraya que Mises solo ofrece las cámaras de compensación como forma de acomodar el aumento de la demanda de dinero. El economista español sostiene que esto es insuficiente. La solución preferida por Rallo para el problema es la banca con reserva fraccionaria basada en letras reales.

¿Pero el aumento de la demanda de dinero es realmente un problema en un patrón oro clásico (puro)? Mises (2001, p. 506) reconoce que «podrían calificarse de ruinosos todos los gastos efectuados para incrementar la cantidad de dinero».13 Sin embargo, Mises continúa diciendo que, aunque la producción de papel moneda en un estándar

monetario fiduciario parece ser más barata, conlleva importantes costes.

La cuestión fundamental es cuántos factores de producción deben emplearse para producir dinero y mantener el sistema monetario en funcionamiento. Hay costes de mantenimiento en cualquier sistema monetario. En un sistema monetario con dinero fiduciario tales costes incluyen los salarios de los responsables de la política monetaria, entre otras muchas cosas (Huerta de Soto 2020, pp. 604-607). También hay costes de extracción y mantenimiento en un patrón oro (o en un patrón Bitcoin).

La extracción de oro o Bitcoin implica costes como en cualquier otra acción humana. En un mercado libre, los individuos deciden libremente cuántos factores de producción se utilizan para la extracción de oro y para la producción de joyas. Los costes son subjetivos. No tiene sentido decir que los fines alternativos son menos costosos que los fines elegidos por los individuos que interactúan libremente. Subjetivamente, los actores hacen estas elecciones porque las prefieren. ¿Por qué alguien consideraría que estas elecciones son perjudiciales para el bienestar de la sociedad? La utilidad y el bienestar son conceptos subjetivos. Desde un punto de vista libre de valoraciones subjetivas, simplemente no se puede decir que el bienestar es mayor cuando hay menos extracción de oro y más producción de medios fiduciarios; o menos acuñación de monedas y más producción de joyas.

Hay varios sistemas monetarios que se pueden elegir con diferentes costes. La elección puede hacerla el gobierno o la sociedad civil. Mises (2001, p. 507) afirma que debe ser el mercado el que seleccione el dinero, no el gobierno. Ese debería ser el criterio de los costes. Por lo tanto, argumentar que un patrón oro libremente elegido reduciría el bienestar es más que problemático.

## *El origen del dinero y el poder adquisitivo constante*

En efecto, cuando se trata de elegir el dinero que mejor les parezca a los participantes en el mercado, entramos en el proceso del origen y la evolución del dinero. Cuando el dinero surge de una economía de trueque, una determinada mercancía empieza a tener una demanda adicional para utilizarla como medio de intercambio. Cuando la demanda como medio de cambio aumenta, tiende a aumentar su poder adquisitivo. Esta es la parte natural del proceso de evolución del dinero. De hecho, la deflación de los precios denominados en el futuro dinero forma parte del proceso de evolución del dinero. El poder adquisitivo de la mercancía que prevalece en el proceso competitivo en el que evoluciona el dinero no permanecerá estable o constante. Aumentará debido a la demanda adicional para utilizarlo como medio de cambio.

Rallo sostiene que es preferible una oferta monetaria elástica con un poder adquisitivo estable. Pero, ¿por qué debería mantenerse constante el poder adquisitivo del dinero emergente? ¿No ralentizaría eso el proceso de evolución del dinero? Rallo defiende que el dinero ideal (o mejor) es aquel que tiene un poder adquisitivo estable. En consecuencia, parece que también tendría que argumentar que para que una mercancía se convierta en dinero, su oferta debe ser muy «elástica». Es decir, que la oferta de la mercancía (o de sus sustitutos) debería aumentar también rápidamente cuando su demanda aumenta durante el proceso de monetización.

La mayoría de los actores, sin embargo, probablemente preferiría un medio de intercambio que aumentara su valor y no permitiera incrementos tan importantes en su cantidad.<sup>14</sup> Además, la evolución de instituciones como el dinero nunca termina. Por lo tanto, sería arbitrario argumentar, que durante la evolución de un medio de cambio para convertirse en dinero no es necesaria la estabilización de su poder

adquisitivo, y que, en una fase posterior, una vez establecido el dinero, sería de alguna manera ventajoso estabilizar su poder adquisitivo mediante la emisión de medios fiduciarios. La evolución del dinero continúa y nunca termina. Pueden surgir nuevos medios de intercambio que compitan con los existentes. Una parte natural de esta evolución es que los competidores que surgen reciben una mayor demanda y aumentan su poder adquisitivo.

### *3.3.2 Rigidez de precios*

A veces se argumenta que la deflación es un problema debido a la rigidez de los precios. En efecto, Rallo (p. 112) sostiene que el bienestar social disminuye cuando la demanda de dinero aumenta y todos los precios tienen que bajar. La pérdida de bienestar social se debería a que los precios no caerían en la misma medida, es decir, a que existen rigideces de precios.

Como ya se ha dicho, los individuos que quieren aumentar sus saldos de tesorería compran menos y venden más hasta que los precios bajan. Y todos los precios son flexibles a largo plazo en un mercado libre. La caída de los precios puede causar pérdidas a los productores que no consigan reducir los precios de los factores que utilizan con la suficiente rapidez. En este caso se produce una redistribución en detrimento del empresario y en beneficio del propietario del factor, por ejemplo, un trabajador. El propietario de los factores de producción previó los precios mejor que el empresario. La previsión de los beneficios y las pérdidas no tiene nada de especial en épocas de bajada de precios, como ya he dicho en otro lugar:

*Both employers and employees anticipate future prices and take them into account when they make long-term contracts. Surely, they can err, but in both directions, while general prices are falling or rising. (Bagus 2006, p. 117).*

Cuando los propietarios de los factores de producción se aseguraron un contrato a largo plazo en tiempos de caída de los precios que provocan pérdidas contables para la empresa, existen dos posibilidades. En primer lugar, se renegocia el contrato y se baja el precio pagado al propietario del factor de producción, para que la empresa vuelva a ser rentable. Entonces se acaba la «rigidez» del contrato a largo plazo. En segundo lugar, el propietario del factor insiste en el contrato a largo plazo y en el precio acordado. Entonces, la empresa puede quebrar y el factor de producción quedarse parado. Entonces, una nueva empresa puede contratar este factor de producción a un precio más bajo, ya que valor descontado de su productividad marginal ha disminuido debido a la deflación de los precios. En este caso se produce una redistribución, pero no necesariamente una caída de la producción global. Una nueva empresa ocupa el lugar de la antigua.

Además, el desempleo tiende a desaparecer en el proceso de mercado. Puede ser voluntario o causado por la intervención del gobierno. Cuando el desempleo es voluntario Hutt (1977) se habla de «*preferred idleness*» (ociosidad preferida). Si el aumento de la demanda de dinero conduce a la ociosidad preferida, desde un punto de vista libre de valoraciones subjetivas no podemos decir que esto sea subóptimo o una pérdida de bienestar social.

También hay que señalar que en caso de deflación de los precios puede ocurrir que los precios de los factores (costes) caigan más rápido que los precios de venta de la empresa. Lo esencial para el empresario es el diferencial de precios, que puede aumentar en épocas de caída de precios. De hecho, es un error neoclásico creer que los precios siguen y están determinados por los costes. Es al revés, como ya señaló Böhm-Bawerk (1891). Son los costes los que siguen a



los precios esperados en el futuro, porque los empresarios pujan por los factores de producción en función del precio esperado del bien que pretenden vender en el futuro (teniendo en cuenta todos los elementos que pueden influir en este precio). Así, los costes se mueven lógicamente antes que los precios de venta. La tarea de los empresarios consiste en anticiparse a los cambios de los precios como a todos los demás cambios futuros relevantes (Bagus 2006). Por supuesto, los empresarios pueden equivocarse, y entonces sufren pérdidas.

Cuando los empresarios tienen pérdidas, simplemente han ofertado cantidades demasiado altas por los servicios de los factores de producción. Los empresarios pueden pujar demasiado por los factores de producción en épocas de precios a la baja, al alza o constantes. Este error empresarial es independiente de las tendencias generales de los precios. ¿Y por qué el porcentaje de empresarios que pujan demasiado por los servicios de los factores de producción es sistemáticamente mayor en épocas de precios a la baja causados por un aumento de la demanda de dinero que en épocas de precios estables o al alza? (Bagus 2006, p. 110).

También es importante señalar que, en un incremento de los saldos de tesorería inducido por la incertidumbre, los precios relativos tienen que cambiar. No es un signo de rigideces espurias que los precios relativos cambien, sino que ello se debe a un cambio en las valoraciones subjetivas. Supongamos que se produce una catástrofe natural y que la magnitud de la destrucción no está clara. La gente puede querer aumentar su saldo de tesorería recortando las compras de consumo y las inversiones que considera menos necesarias. Así, podrían cancelar unas vacaciones en la zona afectada o inversiones en empresas que puedan verse afectadas negativamente por la catástrofe. Entonces, los precios relativos de estos bienes y activos caen más que otros

precios. La idea de que los precios relativos no deben cambiar, sino mantenerse, mediante el aumento de la oferta de dinero es absurda y contraproducente. Un sistema que se diseñe o pretenda mantener los precios relativos estables de forma inequívoca dará lugar a distorsiones ya que las valoraciones subjetivas y los precios relativos cambian continuamente.

### *3.3.3 Ausencia de estabilidad de precios en un patrón monetario de reserva 100%*

Rallo sostiene que el dinero ideal debería tener un valor estable. Sostiene que su sistema preferido de banca con reserva fraccionaria basado en letras reales estabilizaría el poder adquisitivo del dinero, porque los aumentos (disminuciones) de la demanda de dinero se corresponderían con aumentos (disminuciones) de la oferta de dinero. En este contexto, Rallo (2019, p. 99- 100) sostiene que la inestabilidad del poder adquisitivo del dinero crea ganadores y perdedores arbitrarios.

Sin embargo, ¿es deseable la estabilidad de precios per se? Hay varios problemas con el argumento de Rallo (2019, p. 102) de que el dinero ideal debería tener un poder adquisitivo estable.<sup>15</sup>

En primer lugar, es cierto que los cambios en el poder adquisitivo del dinero crean ganadores y perdedores (por ejemplo, los cambios en el poder adquisitivo del dinero afectan a acreedores y deudores). Pero esto es cierto para todos los cambios en los datos del mercado. Cuando los consumidores empiezan a valorar más el helado en relación con otros bienes, los productores de leche se benefician en relación con los productores de otros bienes, cuya demanda se reduce. Cuando los actores valoran más el dinero en relación con otros bienes y quieren aumentar su saldo de tesorería, las personas que poseen dinero (o el derecho al dinero en el futuro, es decir, los acreedores) ganarán,

mientras que los demás, especialmente los deudores, perderán. En ambos casos hay ganadores y perdedores debido a los cambios en los datos del mercado, es decir, en las valoraciones subjetivas. O bien todos los cambios del mercado deben considerarse arbitrarios o ninguno de ellos. En cualquier caso, Rallo no demuestra que haya que evitar los cambios «arbitrarios» del mercado.

Anticipar los precios es una tarea empresarial. Parte de la función empresarial consiste en prever el poder adquisitivo del dinero. Por lo tanto, los empresarios deben y pueden prever los cambios en la demanda de dinero. Aquellos que lo anticipen mejor que otros ganarán, mientras que otros, que son peores en su anticipación, pueden perder. Esta redistribución no tiene nada de arbitraria; es empresarial.

En segundo lugar, el poder adquisitivo del dinero siempre cambia. Nunca puede ser neutral (Mises 2001, pp. 500-503).<sup>16</sup> No hay valoraciones estables (Mises 2001, p. 266). Independientemente de lo que Rallo desee, no hay dinero estable. Las valoraciones subjetivas cambian y, en consecuencia, el poder adquisitivo del dinero. Mises señala que, si el poder adquisitivo cambia lentamente, no hay problema para el cálculo económico.<sup>17</sup> Dado que el poder adquisitivo del dinero siempre cambiará, ¿quién debe decidir qué cambios en el poder adquisitivo del dinero son demasiado bruscos? ¿Cuándo es el dinero demasiado volátil, de modo que la banca con reserva fraccionaria (de letras reales) sea necesaria para su estabilización? Es un juicio de valor poco científico argumentar que sin la banca con reserva fraccionaria de letras reales, el poder adquisitivo del dinero sería demasiado volátil. Son los participantes en el mercado los que deciden qué dinero elegir.

En tercer lugar, no es cierto que un nivel de precios estabilizado reduzca los costes de información en general. Mientras que algunos costes de información pueden reducirse al garantizar un nivel de precios más estable, otros costes de

información pueden aumentar. Por ejemplo, los precios fijados por el gobierno pueden reducir los costes de información en el sentido de que los empresarios puedan prever los precios futuros con mayor facilidad. Sin embargo, estos precios fijados ya no reflejan las valoraciones subjetivas de los participantes en el mercado, lo que implica importantes costes de descoordinación. De hecho, como se mostrará más adelante, la banca con reserva fraccionaria basada en letras reales distorsiona los tipos de interés, que ya no reflejan las valoraciones intertemporales subjetivas, lo que puede desencadenar ciclos económicos.

En cuarto lugar, los cambios en el poder adquisitivo del dinero transmiten una información importante. Cuando la demanda de dinero aumenta, los precios tienden a bajar, transmitiéndose este cambio de preferencia a los participantes en el mercado. Cuando la demanda de dinero aumenta por parte de un individuo que deja de comprar un determinado bien de consumo, se genera una importante información en el mercado, ya que el precio relativo de este producto cae. Cuando esta caída de los precios se contrarresta con un aumento de la oferta monetaria mediante la expansión crediticia, las cosas cambian. Entonces los tipos de interés se reducen artificialmente y puede haber un ciclo de auge y caída artificial. Aunque los precios puedan permanecer estables, los agentes económicos pueden no ser conscientes de las distorsiones. El ciclo económico, al final, dificulta la planificación y aumenta la incertidumbre y la volatilidad de los precios.

Además, cuando la demanda de dinero aumenta y el sistema bancario con reserva fraccionaria reacciona con un aumento de los medios fiduciarios, habrá efectos redistributivos a medida que los nuevos medios fiduciarios entren en la economía en lugares específicos. A medida que los medios fiduciarios se introducen en lugares específicos, el cambio en las posiciones de riqueza relativa y en los precios

provoca también costes de ajuste; por no hablar de los costes de ajuste debidos al ciclo económico que se pueden provocar.

En quinto lugar, y como ya se ha mencionado, la demanda de dinero puede volverse más volátil porque la expansión crediticia no respaldada por el ahorro real pone en marcha el ciclo económico (Bagus y Howden 2011c). En lugar de prever la demanda de dinero, los empresarios de un sistema bancario con reserva fraccionaria estabilizador de precios deben prever los efectos de la inyección de medios fiduciarios en la redistribución, en los precios relativos, en el ciclo económico y también en la demanda de dinero. Es cierto que los aumentos bruscos de la incertidumbre debidos a catástrofes son difíciles de anticipar. Y se podría argumentar que, en la versión de Rallo de la Doctrina de las Letras Reales, los empresarios tienen que anticipar un factor menos, que son los cambios en la demanda de dinero. Sin embargo, en una economía de mercado todos los bienes y servicios pueden cambiar su precio y, por tanto, afectar a la demanda de otros bienes, incluido el dinero. Estabilizar el precio de cualquier bien puede reducir la incertidumbre en un extremo, pero puede aumentarla en otro. También se podría argumentar que con un control de los precios de la leche el ejercicio de la función empresarial es más fácil, ya que hay que prever un factor menos. Sin embargo, la probabilidad de que se produzcan distorsiones y ciclos económicos aumenta, lo que dificulta la función empresarial.

En sexto lugar, y también mencionado anteriormente, los participantes en el mercado prefieren *ceteris paribus* un dinero que aumenta su poder adquisitivo a un dinero con un poder adquisitivo constante. Esto es así porque el dinero se mantiene en un saldo de tesorería para protegerse de la incertidumbre del futuro. Cuando el dinero gana en poder adquisitivo, protege mejor contra la incertidumbre que en caso contrario. Por lo tanto, todos los agentes económicos

prefieren, *ceteris paribus*, mantener sus saldos de tesorería en un dinero que aumenta su poder adquisitivo.

Como contraargumento, Rallo (2019, p. 100) afirma que los compradores no se desprenderían de un dinero que se espera que suba de valor. Esta es básicamente la idea de que la deflación de precios conduce a problemas ya que la gente pospone las compras (o no compra en absoluto como parece implicar Rallo). Sin embargo, existe el hecho universal de la preferencia temporal. Aunque se espere que los precios de la gasolina sean un 10% más bajos el año que viene, o que el nuevo iPhone se venda dentro de dos años a precios más bajos, la gente prefiere llenar el depósito y usar el iPhone hoy que en el futuro y, en consecuencia, está dispuesta a renunciar a dinero a cambio.

Por último, cuando la demanda de dinero aumenta, Rallo piensa que el mejor resultado sería que esta demanda se satisfaga sin que cambien los precios relativos porque esto provocaría ganadores y perdedores arbitrarios. Como se ha mencionado anteriormente, los precios relativos cambiarán si se produce un aumento de los saldos reales de tesorería debido a la caída de los precios. Algunos precios caerán más que otros. Por ejemplo, cuando aumenta la incertidumbre, debido al peligro de guerra, la gente podría aumentar su saldo de tesorería absteniéndose proporcionalmente más de gastar en vacaciones que en comestibles. En consecuencia, los precios de los servicios turísticos bajarán más que los de los comestibles. Este cambio en los precios relativos no es una distorsión, sino que refleja las preferencias subjetivas. La idea de mantener los precios estables mediante la expansión monetaria frustraría el ajuste y distorsionaría los precios relativos.

### 3.4 El enfoque macroeconómico del equilibrio monetario

La idea de una oferta monetaria flexible que ajusta la cantidad de dinero a su demanda está relacionada con la teoría del equilibrio monetario.

La teoría del equilibrio monetario es, por su propia naturaleza, macroeconómica y está en desacuerdo con el enfoque microeconómico austriaco. Se centra en el nivel general de precios, en lugar de en las acciones de los individuos que quieren aumentar sus saldos de tesorería (Huerta de Soto 2020, pp. 535, van den Hauwe 2006). El nivel de agregación de la teoría del equilibrio monetario es demasiado alto e inhibe la visión de los procesos microeconómicos subyacentes.

Cuando alguien tiene una mayor demanda de cerveza, puede satisfacerla directamente comprando más cerveza. Cuando alguien tiene una mayor demanda de saldos de tesorería, puede satisfacer directamente esta demanda absteniéndose de consumir o vendiendo más bienes y servicios. Si todos los individuos desean mayores saldos reales de efectivo, los precios caen y satisfacen directamente el deseo. Lo más probable es que no todos los individuos quieran aumentar su saldo real de efectivo en la misma proporción; algunos pueden no querer aumentarlo en absoluto. El resultado se consigue mediante la decisión individual de comprar y vender y de abstenerse de hacerlo. ¿Cómo podría un banco con reserva fraccionaria basado en letras reales satisfacer estas preferencias de los individuos que desean ajustar sus saldos de tesorería?

Aumentar los medios fiduciarios para satisfacer una mayor demanda de dinero tiene el siguiente problema: la oferta adicional de medios fiduciarios que resulta del descuento de letras reales, no llega directamente a los que

tienen una mayor demanda de dinero (Huerta de Soto 2020, pp. 535-541; Bagus y Howden 2011b). Primero llegará a las empresas que descuentan letras reales y luego a los propietarios de los factores de producción empleados en los proyectos de inversión financiados con estos medios fiduciarios. A partir de ahí, los medios fiduciarios se extenderán por la economía hasta llegar a aquellos que quieran aumentar su saldo de caja. Por lo tanto, cuando se produzcan nuevos medios fiduciarios mediante el descuento de letras reales, estos medios fiduciarios solo llegarán indirectamente y después de un periodo de tiempo prolongado a aquellos individuos que quieran aumentar sus saldos de tesorería reales, causando distorsiones en el camino.



## IV. Críticas a la doctrina tradicional de las letras reales («Real Bills»)

Llegados a este punto, me gustaría centrarme en la doctrina tradicional de las letras reales. El enfoque de Rallo no es idéntico a la doctrina tradicional de las letras reales, pero se basa en sus ideas principales. Por lo tanto, vale la pena investigar por qué la Doctrina de las Letras Reales es ampliamente rechazada, no solo por los economistas austriacos o los defensores de la banca con reserva fraccionaria como George Selgin, sino también por la corriente económica dominante (Selgin 1989). La crítica a la Doctrina de las Letras Reales tiene una larga tradición en sí misma y merece ser revisada.

Replanteemos brevemente la Doctrina de las Letras Reales: La Doctrina de las Letras Reales establece que la expansión crediticia nunca es excesiva o deficiente cuando los sustitutos monetarios recién creados surgen de la concesión de préstamos contra papel comercial a corto plazo (también llamados «Real Bills» o letras reales). Cuando los banqueros solo prestan a corto plazo contra bienes que se terminarán y comercializarán en 30, 60 o 90 días, entonces el stock de dinero cambiará con la producción real. Se creará nuevo dinero solo para comprar nuevos bienes a los precios existentes (Humphrey y Timberlake 2019, pp. 1-2).<sup>18</sup>

La Doctrina de las Letras Reales tiene su origen en una norma comercial aplicada en los círculos bancarios. La idea de los banqueros era canalizar los nuevos sustitutos monetarios en una producción real adicional mediante el descuento de letras

comerciales a corto plazo.<sup>19</sup> El aumento de la producción real permite la creación de nuevo dinero para comprar esta producción adicional a precios antiguos evitando la deflación de precios (Humphrey y Timberlake 2019, p. 168). El papel comercial (letras reales) sirve de reserva frente a los billetes y depósitos emitidos. En la visión de sus defensores el papel comercial se paga rápidamente y los sustitutos monetarios creados desaparecen de nuevo (ley del reflujo).

Así, en lugar de financiar hipotecas a 30 años mediante la creación de nuevos créditos bancarios, la Doctrina de las Letras Reales, prefiere la compra de letras reales por parte de los bancos con sustitutos monetarios de nueva creación, monetizando así bienes próximos a ser comercializados y más líquidos que las hipotecas. Según la Doctrina de las Letras Reales, los banqueros no atraen a los empresarios con créditos baratos artificiales hacia proyectos de inversión adicionales, sino que responden pasivamente a la demanda de dinero adicional y se acomodan a las necesidades de las empresas. Cumplen con una necesidad social útil. Como sostiene Schumpeter (1954, p. 730) la Doctrina de las Letras Reales hace que los banqueros parezcan buenos, lo que a su vez explica su atractivo para los banqueros.

### *La historia de la Doctrina de las Letras Reales*

La Doctrina de las Letras Reales tiene una larga historia. Surgió hace 300 años como una regla bancaria para guiar la concesión de préstamos en un patrón oro por parte de los banqueros (Humphrey y Timberlake 2019, p. 5). La idea era vincular la creación de crédito bancario a la producción real. La oferta monetaria variaría con las necesidades del comercio. Aunque se atribuye a Adam Smith el origen de la Doctrina de las Letras Reales, Lloyd Mints encontró su idea básica ya representada en las obras de John Law (Mints 1945). Law defendía que el uso de los billetes bancarios debía estar ligado al

valor de mercado de la tierra, siendo el valor de la tierra un indicador o proxy de la producción nacional en las sociedades agrícolas. Al igual que la Doctrina de las Letras Reales, la idea de Law era vincular la producción de dinero a la producción real. Sin embargo, como han señalado los críticos de John Law, una mayor emisión de billetes conduce a un mayor valor de mercado de la tierra, lo que a su vez justifica una mayor emisión de billetes y así sucesivamente. Se produce una espiral inflacionista. Y no hay límite a la sobreemisión de billetes. Por lo tanto, la idea básica tanto en la teoría de Law como en la Doctrina de las Letras Reales es que la oferta monetaria debe estar vinculada a un activo productivo real (Humphrey y Timberlake 2019, p. 10).

Fue Adam Smith quien cambió el activo productivo que debía respaldar el crédito creado por la banca con reserva fraccionaria, pasando de la tierra a las letras de cambio a corto plazo y autoliquidables (letras reales). Argumentó que la cantidad de medios fiduciarios sigue las necesidades del comercio cuando los bancos «discount[.] to a merchant a real bill of exchange drawn by a real creditor upon a real debtor, and which, as soon as it becomes due, is really paid by that debtor.» (Smith 1937, p. 288)

La Doctrina de las Letras Reales fue defendida posteriormente por los antibullionistas. Negaron que el Banco de Inglaterra hubiera emitido billetes en exceso durante las guerras napoleónicas, cuando se suspendió el pago en especie. Sostenían que la adhesión a la doctrina impediría la sobreemisión incluso sin mantener la convertibilidad de los billetes en oro.<sup>20</sup> Los antibullionistas argumentaban que como el Banco de Inglaterra había restringido su emisión de billetes al importe de las letras reales, el Banco había ajustado la oferta monetaria a las necesidades reales del comercio y a la demanda de dinero.

Thomas Tooke y John Fullarton ampliaron el trabajo de los antibullionistas. Combinaron la Doctrina de las Letras Reales

con el requisito de convertir los billetes en oro y la teoría del reflujo (Humphrey y Timberlake 2019, pp. 18-19). La convertibilidad en un patrón oro internacional implica que si los precios internos suben en relación con los precios extranjeros, la salida de oro amenazará las reservas bancarias y restringirá la expansión crediticia. No solo la salida de oro internacional restringe la expansión según Tooke y Fullarton, sino también las necesidades del comercio. En última instancia, el mecanismo de reflujo implicaba que si los bancos emitían billetes en exceso, los billetes que los tenedores de dinero no desearan serían devueltos a los bancos y convertidos en oro, lo que conduciría a la estabilidad de los precios. Por último, la escuela bancaria añadía a este argumento que las compensaciones bancarias adversas también restringían la sobreemisión de billetes.

### *Las críticas tradicionales*

Se han planteado varias críticas contra la doctrina tradicional de las letras reales.

En primer lugar, la crítica más común a la Doctrina de las Letras Reales se refiere a su vinculación de la oferta monetaria con una variable nominal, es decir, el valor de mercado de los bienes producidos (Humphrey y Timberlake 2019, pp. 5-6). Sin embargo, el valor de mercado de los bienes producidos no es independiente de la oferta monetaria. Esto implica que, sin la convertibilidad en oro o en alguna otra reserva limitada, no hay límite a la oferta monetaria ni a los precios.

Imaginemos que, debido a las limitaciones de la cadena de suministro tras una pandemia, los precios de los bienes de consumo aumentan más que proporcionalmente a la reducción de la oferta. Esto significa que el valor de mercado de los bienes de consumo producidos aumenta. El valor de las letras reales descontables aumenta. En esta situación, los bancos pueden crear sustitutos monetarios adicionales comprando

letras reales. Al aumentar la oferta de dinero, los precios tienden a aumentar aún más. El valor de mercado de los bienes de consumo producidos aumenta todavía más, lo que permite a sus productores obtener préstamos aún más altos (a través del descuento de letras reales), aumentando aún más la oferta monetaria. Los precios y el dinero suben así juntos en una espiral inflacionista.<sup>21</sup>

La única limitación a dicha espiral es la convertibilidad (en oro); y a su favor, eso es lo que defiende Rallo. En un patrón oro con reserva fraccionaria hay un coeficiente de caja que los bancos desean mantener y que pone freno a esta espiral inflacionista.<sup>22</sup> El principio de la Doctrina de las Letras Reales por sí mismo no limita los precios ni la oferta monetaria (Humphrey y Timberlake 2019, p. 13). El primero en señalarlo fue Henry Thornton (1802). Más tarde, David Ricardo también criticó la idea de que las necesidades del comercio podían limitar la cantidad de dinero (Humphrey y Timberlake 2019, p. 18).

En segundo lugar, y relacionado con lo anterior, los críticos han argumentado que la Doctrina de las Letras Reales es procíclica. Cuando la producción aumenta, se produce más dinero. Cuando la producción cae, entonces se produce menos dinero. En este sentido, Humphrey y Timberlake (2019) sostienen que la Doctrina de las Letras Reales contribuyó a la inestabilidad monetaria en las décadas de 1920 y 1930. Podemos añadir, que antes del surgimiento de la banca central, el descuento de letras reales era la práctica bancaria tradicional en el patrón oro fraccionario del siglo 19. Y, sin embargo, este período produjo numerosas crisis bancarias (Huerta de Soto 2014, p. 231). Así pues, y para decirlo muy suavemente, desde un punto de vista histórico la práctica de las letras reales no ha aportado evidencias claras de que logre evitar las crisis bancarias y económicas.

En tercer lugar, existe un remanente objetivista dentro de la Doctrina de las Letras Reales. Distingue entre la producción,

que se considera buena, y la especulación, que se considera mala (Humphrey y Timberlake, 2019). Sus defensores afirman que una letra real puede utilizarse para la expansión crediticia porque las letras reales ayudan a llevar al mercado bienes reales que ya han sido producidos. Sin embargo, un crédito especulativo a corto plazo que está respaldado por acciones u otros valores no debería utilizarse para la expansión crediticia, porque se utiliza para financiar la especulación. Sin embargo, no existe una distinción clara y objetiva entre producción y especulación. Toda actividad productiva es especulativa (Humphrey y Timberlake 2019, p. 169). No hay ninguna garantía de que los bienes de consumo producidos se vendan a un precio determinado. Hay incertidumbre inerradicable y siempre hay una especulación empresarial en toda actividad comercial. Los defensores de la doctrina afirman que las letras reales están respaldadas por bienes que se venden con seguridad a un precio garantizado, cuando en realidad en la actividad económica no existe la certeza, sino siempre la incertidumbre y la especulación.

Además, la especulación bursátil, si tiene éxito, también crea valor real para la sociedad al ajustar los precios y las estructuras productivas. La información de precios que proporcionan las cotizaciones bursátiles es una información esencial para el ajuste de la estructura productiva de la economía. El mercado de valores, a través de su información de precios, facilita la recombinación y reagrupación de activos, lo que constituye un esfuerzo muy importante y productivo (Lachmann 1978).

Por otro lado, los préstamos bancarios respaldados por acciones y otros valores también pueden utilizarse para financiar la producción real. Y además, las letras reales no son las únicas que están respaldadas por bienes reales, pues las acciones, por ejemplo, son títulos que también están respaldadas por bienes reales; también son «reales». En un caso se trata de bienes de consumo que se intentan vender pronto, en el otro

caso las garantías son bienes de capital que producen bienes de consumo.

En ambos casos, el de los préstamos respaldados por valores y el de los préstamos respaldados por letras reales (papel comercial), un sistema bancario con reserva fraccionaria aumenta la oferta monetaria (al producir medios fiduciarios). El uso de los sustitutos monetarios recién creados queda a la disposición del prestatario. Los fondos pueden utilizarse para la especulación en los mercados financieros o para mejorar las instalaciones productivas. Es más, se puede argumentar que el flujo de dinero recién creado hacia los mercados financieros es, al menos a corto plazo, menos distorsionante. Cuando el dinero recién creado fluye hacia los mercados financieros, los precios de los activos se distorsionan, mientras que la estructura de la producción no se ve afectada inmediatamente. Cuando el dinero fluye hacia la expansión de las actividades productivas reales, las malas inversiones se producen más rápidamente (Bagus 2007).

En cuarto lugar, Henry Thornton, en su clásico libro de 1802, señala que los bienes podían venderse varias veces dando lugar a varias letras reales (Thornton 1978). Tomemos el siguiente ejemplo: La persona A vende bienes por 100 euros a la persona B y ésta paga con una letra real que vence en 30 días. Al día siguiente, la persona B vende la mercancía a la persona C y ésta paga con una letra real a 30 días. En este caso, existen dos letras reales de 100 euros por el valor de mercado de 100 euros en bienes reales. Si A y B emiten sus respectivas letras reales y diferentes bancos las descuentan por 99 euros cada uno, entonces la oferta monetaria aumenta 198 euros (Humphrey y Timberlake 2019, pp. 14-15).

En quinto lugar, existe la posibilidad de crear letras reales a propósito (las llamadas letras de cambio «de favor»). Digamos que la empresa A proporciona productos intermedios a la empresa B por 100 euros, mientras que la empresa B proporciona productos intermedios a la empresa A por también

100 euros. Ambas empresas proporcionan bienes o servicios a la otra. Los créditos se anulan. Sin embargo, imaginemos que la empresa A paga a B con una letra real; y B paga a A también con otra letra real. En ese caso, ambas empresas tienen una letra real girada contra la otra empresa y podrían simplemente cancelarlas. Sin embargo, también podrían cogerlas y venderlas a un banco con reserva fraccionaria que así crea nuevos medios fiduciarios. Entonces la oferta monetaria aumenta en la suma del descuento. En lugar de compensar los pagos, se intercambian letras reales. La oferta monetaria aumenta y se pueden iniciar nuevos proyectos de inversión sin que aumente el ahorro real, por lo que no serán sostenibles.

Una posible refutación a esta crítica sería señalar que es tarea genuina de los bancos analizar en detalle la calidad de las letras reales y también asegurarse de que no hay creación de letras «de favor» como en el ejemplo anterior. Sin embargo, la calidad de las letras reales no es una variable independiente de la práctica de la banca con reserva fraccionaria respaldada por letras reales. Una vez que se inicia la expansión crediticia basada en letras reales, el precio de los bienes de consumo tiende a aumentar y, por tanto, el valor y la «calidad» de las letras reales. Las letras también se volverán más negociables si la expansión crediticia basada en letras reales es generalizada. Como hay más dinero, que sigue aumentando debido a la expansión crediticia basada en letras reales, las letras reales son más fáciles de vender.<sup>23</sup> Se vuelven más negociables y más atractivas de usar. En otras palabras, la calidad de las letras reales no es independiente de la institución de la banca con reserva fraccionaria.

Además, esta práctica puede ser contraproducente. Esto es así porque el descuento de letras reales por bancos con reserva fraccionada puede desencadenar un auge artificial, como mostraremos a continuación. Durante el auge artificial, puede haber un exceso de consumo, lo que a su vez aumenta la calidad de las letras reales al aumentar el precio de los bienes que



las respaldan. El sobreconsumo es el resultado de unos tipos de interés más bajos y de un posible efecto riqueza, ya que los agentes económicos se sienten más ricos.<sup>24</sup> Cuando llegue la recesión, muchas letras se convertirán en letras de mala calidad. Tras el final del proceso inflacionista, con malas inversiones generalizadas y durante el pánico, puede que ninguna letra real sea de buena calidad. Así, de la misma manera que los bancos consideraron los préstamos subprime durante la fase de auge como de mejor calidad de lo que realmente eran, los bancos pueden considerar las letras reales durante el auge como de mejor calidad de lo que son y descontar más de ellas.

## V. Enfoque de la Escuela Bancaria («Fetketiana»): No puede evitar los ciclos

En esta sección explico por qué la variante de la escuela bancaria que defiende Rallo no evitará los ciclos económicos. Para ello tenemos que analizar la naturaleza del ahorro real que es necesario para sostener los procesos productivos. Debemos analizar algunas características básicas de la teoría del capital. Además, analizamos cómo el mercado de letras reales afecta a toda la estructura de los tipos de interés y a las inversiones a largo plazo. Por último, analizamos el supuesto límite para la expansión crediticia en las necesidades del comercio.

### 5.1 Los saldos de tesorería no son ahorro

#### 5.1.1 *La esencia de los medios fiduciarios: bienes presentes y bienes futuros*

Probablemente el desacuerdo teórico más importante entre Rallo y la Escuela Austriaca es el papel y la naturaleza del ahorro real y su relación con la demanda de dinero. Esta cuestión está relacionada con la naturaleza de los medios fiduciarios que discutimos en esta sección.

Una de las aportaciones de Mises en su obra de 1912 *La teoría del dinero y del crédito* fue haber mejorado el análisis de Menger sobre el dinero y haber proporcionado una nueva tipología subjetivista del dinero (Hülsmann 2012). Según Mises (1997) el dinero en su sentido más amplio puede dividirse en dinero en sentido estricto y en sustitutos del

dinero. En un patrón oro, el oro es el dinero en sentido estricto. Los sustitutos del dinero, como un depósito a la vista o un billete bancario, pueden cambiarse por dinero en sentido estricto (como el oro) a petición y en cualquier momento. Los sustitutos del dinero son derechos perfectamente redimibles sobre el dinero (en sentido estricto). Por eso son sustitutos monetarios «perfectos». Existen dos tipos de sustitutos del dinero: los certificados monetarios y los medios fiduciarios. Los certificados monetarios son sustitutos del dinero que están completamente respaldados por dinero en sentido estricto. Los medios fiduciarios, sin embargo, son sustitutos del dinero que no están respaldados por dinero en sentido estricto.

En otras palabras, los medios fiduciarios son sustitutos del dinero que se emiten más allá del importe de los certificados monetarios. Cuando alguien deposita dinero en sentido estricto en un banco, éste emite un certificado monetario. Los medios fiduciarios son creados por el banco emisor cuando después concede un crédito circulatorio. Mientras que en un crédito mercancía alguien cede poder adquisitivo en beneficio de otro, en un crédito circulatorio y en la emisión de medios fiduciarios es diferente: «al beneficio de la parte que recibe antes de pagar no se contrapone un sacrificio de la otra parte.» (1997, p. 238). Como no hay sacrificio, los medios fiduciarios se crean de la nada (1997, p. 280).

Mises, que se formó como abogado, fue influenciado en su análisis de los derechos y los títulos por su maestro académico Eugen von Böhm-Bawerk (1881, pp. 120).<sup>25</sup> Los sustitutos del dinero son derechos pagaderos a la vista y se consideran bienes presentes. Los sustitutos del dinero se consideran derechos ciertos. Se canjean a la par. No se negocian con descuento. Los sustitutos monetarios perfectos (es decir, los depósitos a la vista) y el dinero en sentido estricto

cumplen los mismos servicios de reducir la incertidumbre y facilitar las transacciones.

Cuando se emiten sustitutos de dinero, no hay transacción de crédito, porque la emisión de un título (sustituto monetario perfecto) a un bien presente (dinero en sentido estricto) no es un préstamo. Las cosas son diferentes en el caso de los préstamos, que son transacciones de crédito. En una transacción de crédito, hay una transferencia de bienes presentes que se entrega a cambio de bienes que se recibirán en el futuro.<sup>26</sup> Como aclara Böhm-Bawerk (1881, pp. 5-11), una operación de crédito implica un título sobre un bien futuro aún inexistente.

La distinción entre bienes presentes y bienes futuros es importante para Mises y esencial para el debate sobre la banca con reserva fraccionaria basada en letras reales. Para Mises, un depósito a la vista (sustituto monetario perfecto) es un título (o derecho) sobre un bien presente, mientras que un bono o una letra real son títulos sobre bienes futuros. Rallo, sin embargo, no aplica la distinción misesiana entre bienes presentes y bienes futuros. Más bien, Rallo distingue entre bienes reales, que son aquellos bienes que no representan la deuda de otra persona, y bienes financieros que sí representan una deuda de otra persona (2019, p. 96).

Para Rallo tanto los depósitos a la vista como las letras reales son activos financieros; mientras que para Mises los primeros son un título de propiedad de bienes presentes y los segundos un título de propiedad de bienes futuros. La conceptualización de Rallo de los activos reales y los activos financieros, que podría ser útil en otros contextos, no permite distinguir las diferencias entre un título a un bien presente y un título a un bien futuro: su enfoque basado en la distinción entre activos reales y activos financieros oculta los problemas de la banca con reserva fraccionaria.

Un punto de vista más matizado sostiene que puede existir propiedad (bienes presentes) de bienes de consumo, bienes

de producción y dinero. Además, existen títulos (derechos) sobre bienes de consumo futuros, bienes de producción futuros y dinero futuro (Hoppe, Hülsmann y Block 1998, p. 24). Para Rallo solo existen bienes reales y activos financieros. La importante diferencia entre los títulos que dan derecho a bienes presentes y los títulos que dan derecho a bienes futuros pasa completamente desapercibida en la conceptualización de Rallo. ¿No hay ninguna diferencia esencial entre un certificado de un coche dejado en un aparcacoches (título de un bien presente) y un bono (título a un bien futuro)? Para Rallo, ambos son activos financieros. Esta falta de distinción es especialmente problemática cuando los títulos sobre bienes presentes ejercen a efectos prácticos la misma función que los propios bienes presentes; como es el caso de los medios fiduciarios y el dinero en sentido estricto.

En consecuencia, Rallo (2019) tiene una idea completamente diferente de los medios fiduciarios, que es la raíz de muchas de nuestras discrepancias. Para Rallo, los medios fiduciarios no son bienes presentes ni sustitutos monetarios perfectos, sino simplemente «activos financieros muy líquidos». De ahí a su argumento de que las personas que poseen medios fiduciarios están «invirtiendo» básicamente en un activo financiero y, por tanto, «ahorrando», solo hay un muy pequeño paso que, sin embargo, es fatal. Por lo tanto, para Rallo, la emisión de medios fiduciarios adicionales, si es contra letras reales, no plantea ningún problema, ya que genera automáticamente un nuevo ahorro «real» por parte de los titulares de los nuevos medios fiduciarios.

Rallo no puede aceptar dentro de su argumento la posibilidad de que los sustitutos monetarios perfectos se utilicen como bienes presentes, porque entonces la cuestión de su respaldo o no con el ahorro real entraría inmediatamente en escena. En consecuencia, los sustitutos monetarios

perfectos se eliminan por definición, porque de lo contrario todo su argumento se derrumbaría. Por tanto, como los «sustitutos monetarios perfectos» deben desaparecer en el mundo de Rallo, se los clasifica bajo un nuevo nombre: «activos financieros».27

Al margen de las definiciones, hay una cuestión esencial en juego. Lo decisivo en la cuestión sobre la naturaleza de los medios fiduciarios es el punto de vista subjetivo.28 Igualmente que la «ley de la utilidad marginal decreciente» se basa en valoraciones subjetivas, sucede lo mismo con el concepto de «sustitutos monetarios perfectos». Cuando, desde el punto de vista del actor, las unidades individuales de un bien son perfectamente intercambiables, se aplica la ley de la utilidad marginal decreciente. Esta ley dice: cuando las unidades de un bien son consideradas por el actor como perfectamente intercambiables y el número de las mismas a su disposición aumenta, la utilidad marginal de cada una de estas unidades individualmente consideradas disminuye. Estas unidades no son perfectamente intercambiables desde un punto de vista objetivo. Lo que hace aplicable la ley de la utilidad marginal decreciente no son las características objetivas de los bienes, sino la consideración subjetiva del actor. Pues exactamente lo mismo ocurre con los sustitutos monetarios.

Pero, ¿pueden las unidades ser perfectamente intercambiables o los títulos de bienes pueden ser sustitutos monetarios perfectos? Desde el punto de vista metafísico, no hay nada perfecto en este mundo. Pero ningún sofisma puede quitar que, subjetivamente, las unidades pueden considerarse perfectamente o -si se prefiere- completamente intercambiables. Y un individuo puede considerar dos billetes de 5 euros y uno de 10 euros como sustitutos equivalentes y perfectos. Del mismo modo, los sustitutos monetarios pueden considerarse subjetivamente como perfectamente

intercambiables con el dinero en sentido estricto, al menos en un momento y lugar concreto. Un billete de 10 euros puede considerarse perfectamente intercambiable con 10 euros en una cuenta bancaria a la vista. De hecho, en sus prácticas contables, las empresas (¡y los particulares!) consideran que tanto el dinero en efectivo como el dinero en cuentas bancarias forman parte de sus saldos de tesorería y son una misma partida: como sustitutos perfectos.

Lo esencial aquí es que el billete de 10 euros y los 10 euros en la cuenta bancaria pueden formar parte de lo que el individuo considera subjetivamente como su saldo de tesorería (Hülsmann 2000, p. 107). Y cuando el individuo toma la decisión de comprar, o no comprar, de vender o no vender un bien o servicio, tiene en cuenta el saldo de tesorería que subjetivamente considera tener disponible; y este saldo de tesorería incluye tanto el dinero en sentido estricto como los sustitutos monetarios perfectos.

Los sustitutos monetarios perfectos se utilizan (objetivamente) como si fueran dinero en sentido estricto.

Por lo tanto, hay una diferencia esencial entre si alguien crea algún medio de intercambio secundario, por ejemplo, alguien emite acciones en el mercado de valores que son muy líquidas<sup>29</sup>, o si alguien crea sustitutos monetarios perfectos que no están respaldados por dinero en sentido estricto, es decir, medios fiduciarios. Ambos son activos financieros desde el punto de vista de Rallo. Sin embargo, hay diferencias cruciales. En el segundo caso, la oferta monetaria que comprende sustitutos monetarios perfectos y dinero en sentido estricto aumenta. Existe una doble disponibilidad. La persona que tiene el dinero en sentido estricto cree que está disponible, y la persona que tiene los sustitutos monetarios perfectos considera, y con toda razón, que tiene también ese mismo dinero disponible. Esta doble

disponibilidad no se da en el caso de una emisión de acciones en el mercado de valores.

Ahora, examinemos más a fondo si los medios fiduciarios son activos financieros. Un activo financiero siempre implica un intercambio de bienes presentes contra bienes futuros. En un bono, por ejemplo, el prestamista cede bienes presentes (dinero disponible hoy) contra bienes futuros (dinero disponible en el futuro). Del mismo modo, una acción es un activo financiero. El comprador de las acciones cede dinero y obtiene a cambio el derecho a dividendos en el futuro. El dinero, sin embargo, no es ni un bono ni una acción, no es un activo financiero. El dinero es un bien presente que presta servicios en el presente, es decir, facilita el intercambio y reduce la incertidumbre.

La reducción de la incertidumbre es la clave para entender la naturaleza y la función del dinero. Sin conocer el momento y la magnitud de los gastos futuros, los individuos demandan dinero para cubrirse de esa incertidumbre. El dinero en sentido estricto y los sustitutos del dinero difieren de los activos financieros, ya que los primeros representan una disponibilidad a la vista a un valor nominal (Howden 2022). En el caso de los activos financieros, como las acciones o los bonos, sigue habiendo riesgos residuales. Así pues, la demanda de dinero es la demanda de bienes presentes para reducir la incertidumbre y satisface una necesidad distinta que la de la demanda de activos financieros, que es una demanda de bienes futuros renunciando a bienes presentes.<sup>30</sup>

Cuando alguien demanda dinero o sustitutos perfectos del dinero vendiendo algún bien presente, no hay intercambio de bienes presentes contra bienes futuros; no hay transacción de crédito. El dinero debe estar disponible en el presente para prestar sus servicios. Ahora bien, los medios fiduciarios son sustitutos perfectos del dinero. Se aceptan en el intercambio como si fueran dinero en sentido estricto. Se



intercambian a la par con el dinero en sentido estricto. Y de hecho, en las estadísticas comunes, tanto el efectivo como los depósitos a la vista se incluyen en M1, porque cumplen la misma función económica. En resumen: como el dinero no es un activo financiero, y los medios fiduciarios son sustitutos monetarios perfectos, los medios fiduciarios tampoco son activos financieros. La gente tiene medios fiduciarios, porque son un sustituto monetario perfecto y cumplen la misma función como bien presente que el dinero. Como dice Herbener:

*[P]eople only demand money-substitutes, not fiduciary media, and their demand exists only when they have confidence in full redemption based on the issuers' practice of full redemption. People could not demand fiduciary media because they cannot distinguish between a money-substitute that is a money-certificate and one that is a fiduciary medium. If they could make such a distinction, then fiduciary media would not be viable. (Herbener 2002, p. 83)*

Mientras que el dinero bancario totalmente canjeable es un sustituto monetario perfecto, una letra real no lo es según Mises (Rallo 2019, p. 27). Puede ser un medio de cambio secundario. De hecho, las tenencias de letras reales, no sirven a un banco en una corrida bancaria. Mientras que las letras reales son redimibles en 30 días (o 60, o 90), en una corrida bancaria los depositantes quieren su dinero ahora mismo sin esperar plazo alguno (Humphrey y Timberlake 2019, p. 29). De nuevo, la cuestión de la naturaleza de los medios fiduciarios es importante debido al papel del ahorro. Si los medios fiduciarios fueran activos financieros, lo que implicaría un intercambio de bienes presentes contra bienes futuros, los titulares de los medios fiduciarios estarían «ahorrando», y la expansión crediticia por parte de los bancos con reserva fraccionaria basada en las letras reales estaría respaldada por un ahorro «real». Sin embargo, si,

como hemos demostrado, los medios fiduciarios son sustitutos monetarios perfectos y actúan como bienes presentes, entonces nadie está renunciando a bienes presentes y ahorrando por tener dinero bancario. Analizaremos esta cuestión con mayor profundidad en la siguiente sección.

### *Una breve excursión legal*

Muy relacionado con el tema de la esencia de los medios fiduciarios (si son activos financieros o más bien sustitutos monetarios perfectos) está la problemática jurídica de la banca con reserva fraccionaria. Rallo solo aborda la cuestión jurídica de forma indirecta. Sin embargo, es bastante importante.

Rallo considera que un contrato de crédito no es un intercambio de bienes presentes contra bienes futuros, sino una relación entre acreedores y deudores. Un crédito es un derecho de cobro (p. 128). Para Rallo, los medios fiduciarios como los billetes de banco o las cuentas bancarias son «créditos pagaderos a la vista» o préstamos a la vista. Por lo tanto, según Rallo en la banca con reserva fraccionaria basada en letras reales no hay doble disponibilidad de dinero en sentido estricto, porque los medios fiduciarios constituyen solo un derecho de cobro en el momento en que alguien demanda cobrar o redimir en dinero en sentido estricto; no antes, ni después. Por lo tanto, el banco solo tiene que disponer de las reservas en el momento en que el titular de los derechos pida el cobro.

Ni en *La acción humana* ni en *La teoría del dinero y del crédito* Mises escribe sobre las cuestiones jurídicas de la banca con reserva fraccionaria. Sin embargo, observa (1997, p. 242) que «El hecho de que haya depositado dinero no significa en modo alguno que renuncie a disponer inmediatamente de la utilidad que pueda procurarle.» Esta

observación indica que Mises creía que existe una doble disponibilidad implicada en la emisión de medios fiduciarios. El problema de la doble disponibilidad está en el centro de los problemas legales de la banca con reserva fraccionaria. Incluso si asumimos que los bancos sí emiten «créditos a la vista» con derechos de cobro y no depósitos a la vista, mientras estos «créditos a la vista» se consideren perfectamente disponibles y equivalentes a los depósitos a la vista, todos los principios jurídicos tradicionales que se aplican a los depósitos a la vista deben aplicarse también a los «créditos a la vista.» Cambiar el nombre de los depósitos a la vista por «créditos a la vista» no cambia su naturaleza. Los principios jurídicos se aplican a los contratos que son equivalentes, aunque se utilicen nombres diferentes. Por ejemplo, un contrato que establece que si llueve el 25% de los días habrá el pago de X, es equivalente a un contrato que dice que si llueve 1 de cada 4 días, habrá el pago de X. Los mismos principios se aplican a ambos contratos.

Un «crédito a la vista» que da derecho a cobrar a petición del titular, equivale a un contrato de depósito a la vista. Cuando el titular tiene siempre el derecho de cobrar o retirar su dinero en cualquier momento, y cree poder hacerlo, entonces forma parte de su saldo de tesorería, no solo en el momento en que retira su dinero sino siempre. Como tal, los medios fiduciarios son sustitutos monetarios y se utilizan como medios de pago. Por lo tanto, existe una doble disponibilidad en el momento en que se crean los medios fiduciarios.<sup>31</sup> El titular de los medios fiduciarios cree que el dinero en sentido estricto está a su disposición, ya que tiene derecho a cobrarlo, y el banco que utiliza el dinero en sentido estricto lo cree disponible para sus fines de inversión, es decir, para conceder préstamos.

### 5.1.2 *Saldos de tesorería y ahorro*

Tener un saldo de tesorería de medios fiduciarios no es como tener activos financieros como acciones o bonos. Cuando alguien compra acciones o bonos, está renunciando a su poder adquisitivo. Cuando alguien tiene medios fiduciarios, no está renunciando a su poder adquisitivo, sino que tiene un bien presente. Hay una doble disponibilidad porque el titular de los medios fiduciarios y el banco actúan como si tuvieran el dinero disponible.

Compare los dos escenarios siguientes: En primer lugar, supongamos que la persona A ahorra de sus ingresos y compra una acción recién emitida (un activo financiero). La empresa toma el dinero para invertirlo en un proyecto a 10 años. El ahorrador, después de un año, vende las acciones, y otra persona se convierte en el ahorrador, ya que reduce el consumo y compra las acciones. Si nadie ahorra para comprar las acciones de A, entonces A se convierte en un ahorrador forzoso, ya que no puede vender las acciones y no puede consumir tanto como esperaba. En cualquier caso, los precios de los bienes de consumo no aumentan. El proyecto de inversión está respaldado por ahorro real y es sostenible.

Supongamos ahora que la persona B ahorra de sus ingresos y los añade a su saldo de tesorería que tiene en un depósito a la vista; un sustituto perfecto del dinero y un bien presente. El banco toma el dinero y concede un préstamo a una empresa para que invierta en un proyecto a 10 años.

Cuando al cabo de un año la persona B gasta su dinero, los precios de los bienes de consumo suben relativamente, y el nuevo proyecto que se había emprendido para durar 10 años puede tener que ser abandonado, ya que los proyectos más cortos se vuelven relativamente más rentables con la subida de los precios de consumo.

Mientras que los activos financieros surgen en las operaciones de crédito y la tenencia de activos financieros implica ahorro, la tenencia de un saldo de tesorería no es ahorro. Este error se encuentra ya en Keynes (1965) que escribe: Se supone que un depositante y su banco tienen manera de ingeniarse para efectuar una operación mediante la cual los ahorros pueden desaparecer del sistema bancario en tal forma que se pierden para la inversión; o, al contrario, que el sistema bancario puede conseguir que haya una inversión a la que no corresponda ahorro alguno. Pero nadie puede ahorrar sin adquirir un bien, ya sea en efectivo, en forma de una deuda o de un bien capital; y nadie puede adquirir un bien que antes no poseía, a menos que se produzca otro nuevo de valor igual o alguien más se desprenda de un bien igualmente valioso que antes poseía. En la primera alternativa existe una nueva inversión correspondiente; en la segunda alguien ha de desatesorar una suma igual; porque su pérdida de riqueza tiene que deberse a un excedente de su consumo sobre su ingreso y no a una pérdida de capital por cambio en el valor de un bien capital. (p. 81).

Keynes, en la página siguiente, sostiene que la persona que posee los medios fiduciarios adicionales creados por la expansión crediticia está ahorrando realmente:

Además, los ahorros que resultan de esta decisión son tan auténticos como cualquier otro ahorro. No se puede obligar a nadie a poseer el dinero adicional correspondiente al nuevo crédito bancario, a menos que deliberadamente prefiera guardar más en dinero que en otra forma de riqueza. (p. 82)

Benjamin Anderson (1979, p. 391) comenta con acierto que

*One must here protest against the dangerous identification of bank expansion with savings, which is part of the Keynesian doctrine.*

Un aumento de la cantidad de unidades monetarias (o medios fiduciarios) no equivale a un aumento del ahorro real. El hecho de que las nuevas unidades monetarias cambien de manos y estén siempre atesoradas por alguien, no significa que sean ahorro real. Incluso si los medios fiduciarios no se gastan inmediatamente, eso no significa que haya un ahorro real adicional (Huerta de Soto 2020, p. 545).

Huerta de Soto (2012, pp. 541-546) menciona que el argumento de George Selgin a favor de la banca con reserva fraccionaria se basa en el argumento de Keynes. Rallo (2019) sigue parcialmente el argumento de Selgin.<sup>32</sup> Rallo no identifica toda la expansión bancaria con el ahorro como Selgin. Solo considera que se ahorra en la expansión crediticia en la que se descuentan letras reales. Rallo cree que cuando se crean medios fiduciarios mediante la expansión crediticia basada en letras reales y luego no se presentan para su reembolso en los bancos, sino que se mantienen atesoradas, hay un aumento del ahorro real. Sin embargo, el error de Keynes, Selgin y Rallo es el mismo. La tenencia de medios fiduciarios recién creados no equivale a un nuevo ahorro. El ahorro implica la abstención previa del consumo y la liberación de bienes de consumo. Implica renunciar a los bienes presentes, algo que no ocurre cuando la banca con reserva fraccionaria expande el crédito basado en letras reales.

Como dice Mises (1997, p. 246)

*Una persona que acepta y tiene billetes no concede un crédito: no cambia un bien presente por un bien futuro. El billete inmediatamente convertible de un banco solvente se emplea en todas partes como un medio fiduciario en vez del dinero en las transacciones comerciales, y nadie establece una distinción entre el dinero y los billetes que tiene en caja. El billete es un bien presente igual que el dinero.*

Huerta de Soto (2020) nos recuerda:

*...todo ahorro supone una disciplina o sacrificio respecto del consumo previo de bienes y servicios, y no una renuncia al consumo potencial que podría producirse con las nuevas unidades monetarias creadas de la nada por la expansión crediticia. (pp. 426-27)*

Puede haber, por supuesto, un ahorro forzado, como consecuencia de la expansión crediticia basada en letras reales.<sup>33</sup> Cuando los medios fiduciarios adicionales hagan subir los precios, algunos individuos se verán obligados a reducir su consumo. Además, después de un auge artificial iniciado por la expansión crediticia basada en letras reales, muchos bienes de capital perderán valor, habrá una recesión y en la recesión el consumo caerá. Sin embargo, para que los proyectos de inversión sean sostenibles, hace falta un ahorro previo; no un ahorro forzado a posteriori.

Rallo podría replicar que el productor que emite la letra real podría consumir ya los bienes que se utilizan para garantizar la letra y, por tanto, el productor estaría ahorrando. Sin embargo, este argumento es problemático y entra en conflicto con la teoría del valor subjetivo por varias razones.

En primer lugar, el productor no puede, normalmente, consumir todos los productos que produce. En efecto, en una economía basada en la división del trabajo, los productores producen una gran cantidad de bienes de consumo cuya

utilidad marginal para el productor es bastante reducida. Luego estos bienes se intercambian contra bienes y servicios que otros especialistas producen en gran cantidad. En efecto, en una sociedad basada en la división del trabajo normalmente el productor no produce los bienes de consumo para sí mismo, sino para los demás.

En segundo lugar, un bien de consumo se convierte en un bien de consumo, cuando es evaluado como tal subjetivamente por un consumidor potencial. Antes, el bien tiene que ser producido, transportado y comercializado hasta el consumidor final. Mientras necesite ser transportado y comercializado todavía no es un bien de consumo, sino que se encuentra en una fase previa de producción (Mises 1997, p. 57). Es un bien de capital o un bien intermedio. No consumir el bien de capital es necesario para terminar un determinado proyecto de inversión, pero no constituye un ahorro real disponible para financiar otro proyecto adicional.

Los capitalistas pueden vender sus bienes de capital inacabados y aumentar el consumo en cualquier fase del proceso productivo. Sin embargo, para que los procesos productivos se completen con éxito, alguien tiene que seguir ahorrando hasta el final del proceso de producción. 34 La venta de los bienes de capital inacabados no aumenta el ahorro real desde un punto de vista agregado. Tampoco el descuento de letras respaldadas por estos bienes de capital inacabados aumenta el ahorro real. Cuando los bienes de capital inacabados (que respaldan las letras reales) se utilizan para la expansión crediticia, se crean nuevos medios fiduciarios sin que aumente el ahorro real.

Es cierto que los capitalistas ahorran y que este ahorro se transforma en bienes intermedios y finalmente en bienes de consumo. Sin embargo, sería una doble contabilidad decir que el ahorro que se transforma en bienes de consumo no solo sostiene el proceso de producción de este bien de consumo, sino que constituye un ahorro adicional disponible



para financiar otro proyecto. Se puede decir que los bienes de capital constituyen un ahorro, pero no están disponibles para financiar de forma sostenible otros proyectos mediante el descuento de letras reales por parte de la banca con reserva fraccionaria.

En tercer lugar, Rallo tiene razón en que si los titulares de medios fiduciarios pidieran canjear los medios fiduciarios por dinero en sentido estricto, se produciría una contracción inmediata del crédito. Pero es un non sequitur deducir de esto que mientras no haya una corrida bancaria, haya un aumento del ahorro real. Que los depositantes no canjeen sus depósitos por dinero en sentido estricto no equivale a «financiar» el crédito mediante ahorro real, es decir, que alguien sacrifique una parte de su consumo. Veamos el siguiente ejemplo: si un banco compra bonos del Estado creando un depósito de reserva fraccionaria para el gobierno, entonces la oferta monetaria aumenta. Si el gobierno utiliza los fondos para comprar algo de otro cliente del banco (en lugar de retirar el dinero en sentido estricto), entonces no hay contracción del crédito. Pero eso no significa que haya un ahorro real adicional, solo porque el cliente del banco retiene los medios fiduciarios recién creados. La cantidad de bienes reales disponibles para sostener los procesos de producción no ha aumentado. Simplemente, se han creado nuevos medios de pago.

Los bancos emiten sustitutos monetarios perfectos que son aceptados como si fueran dinero en sentido estricto. Los propietarios de los factores de producción pagados con medios fiduciarios recién creados no tienen que esperar para gastar. Pueden utilizar directamente estos sustitutos monetarios. No tienen que canjearlos en dinero en sentido estricto antes de utilizarlos. No existe ninguna renuncia al consumo en el momento de la creación de los medios fiduciarios por parte del banco.

Solo porque alguien atesore los medios fiduciarios, no significa que el ahorro real de la sociedad haya aumentado. ¿Qué pensaría Rallo de un falsificador de dinero? Si un falsificador de dinero produce billetes falsificados y el dinero circula, entonces los poseedores de los billetes falsificados, siguiendo el argumento de Rallo, también renunciarán a disponer de los bienes presentes. Podrían haber comprado bienes de consumo con estos billetes falsificados. Si los tenedores no utilizan los billetes inmediatamente no significa que haya más ahorro real. Y si los gastan y otras personas empiezan a tenerlos, tampoco hay más ahorro. Es absurdo pretender que los billetes falsos en los bolsillos de la gente «financien» la inversión del falsificador porque podrían haber intentado canjearlos por dinero en sentido estricto. No hay más ahorro real, solo hay «ahorro forzado», ya que los precios tienden a subir. Y hay redistribución (a favor del falsificador principalmente).

### *Respuesta de Rallo a Sean Corrigan*

En una respuesta a Corrigan Rallo (2014) insiste en que el descuento de letras reales por parte de los bancos con reserva fraccionaria implica ahorro. Su argumento es que los bienes que respaldan el billete o letra real ya están producidos y pueden ser consumidos. Modificando uno de sus ejemplos, supongamos que a los propietarios de los factores de producción se les paga con un vale que pueden canjear al final del proceso de producción por bienes de consumo. En este caso, los propietarios de los factores de producción están ahorrando (voluntariamente) durante el proceso productivo. Ahora, en lugar de pagar a los propietarios de los factores de producción con un vale (letra real), la letra real se descuenta y se intercambia contra medios fiduciarios, que se pagan a los propietarios de los factores. Los propietarios de los factores de

producción pueden cambiar estos medios fiduciarios por los bienes de consumo producidos en cualquier momento. Si los propietarios de los factores de producción no compran los bienes de consumo, sino que conservan los medios fiduciarios, están, según Rallo, ahorrando de hecho; del mismo modo, ahorran cuando se les paga con vales.

Si bien este es el caso más favorable, para Rallo, en el que se emiten letras reales contra bienes de consumo <sup>35</sup>, y estos medios fiduciarios no se tocan o gastan hasta el final del proceso de producción, (lo cual es absurdo pues precisamente las letras se crean y descuentan para gastar los importes recibidos en bienes de consumo o de capital) aún quedan importantes problemas:

En primer lugar, y como ya se ha dicho, el proceso de producción termina cuando se vende el bien de consumo. Los comercios minoristas forman parte del proceso productivo. Son la última etapa de la producción. Esta última etapa implica tiempo, y el producto tiene que ser transportado física y espiritualmente (mediante la comercialización) a los consumidores. Por lo tanto, la distinción que hace Rallo entre dos tipos de bienes de consumo, a saber, los que se han producido, pero aún no se han vendido y pueden utilizarse para el descuento de letras reales y los bienes de consumo (reales) es artificial y no tiene sentido desde el punto de vista económico.

Los ahorros deben estar disponibles hasta el final del proceso de producción para sostener a los propietarios de los factores y no solo hasta el final menos 30 días.<sup>36</sup> La entrega de medios fiduciarios a los propietarios de los factores de producción unos 30 días antes del final del proceso de producción no acorta ni acelera el proceso de producción. Permite a los propietarios de los factores gastar estos medios fiduciarios antes de que finalice el proceso de producción. De hecho, si no se ganara tiempo con el descuento de letras reales para acceder al efectivo, entonces el descuento de letras reales sería

redundante. Por lo tanto, hay una ganancia de tiempo que no se sustenta con ahorro real.

En segundo lugar, aunque los propietarios de los factores no toquen o gasten los medios fiduciarios, sus saldos de tesorería aumentan y pujarán por bienes y servicios en función de este aumento. Tal vez utilicen otros medios fiduciarios o dinero en sentido estricto para realizar compras adicionales que no habrían adquirido sin la expansión crediticia con letras reales: tanto el dinero en sentido estricto como los medios fiduciarios son fungibles.

En tercer lugar, el hecho de que haya que crear medios fiduciarios para vender los bienes de consumo a precios estables, demuestra que, de lo contrario, su precio tendría que bajar, o el vendedor tendría que esperar. Al crear nuevos medios fiduciarios, no se produce un aumento del ahorro real; solo se evita una caída de los precios o se elimina el tiempo de espera.

En cuarto lugar, imaginemos que se producen bienes de consumo adicionales que el empresario espera vender a 1000 unidades monetarias (u.m.).<sup>37</sup> Un banco descuenta un billete real o letra de cambio por 990 u.m. Se crean nuevos medios fiduciarios que aumentan los ingresos de los propietarios de los factores. Ahora, para comprar los bienes por valor de 1000 u.m., las 990 u.m. son insuficientes. La autoliquidación no puede producirse. Y lo que es más importante, si las 990 u.m. de la renta adicional de los factores de producción se consumieran comprando los bienes recién producidos, esto implicaría un cambio en la proporción del gasto de consumo y de inversión. El 100% de la renta monetaria adicional se gastaría en bienes de consumo y el 0% en inversión. La proporción de la renta gastada en bienes de consumo aumentaría, es decir, habría un aumento de la preferencia temporal. El aumento de la preferencia temporal requeriría un ajuste de la estructura productiva que se haría menos capital intensiva.<sup>38</sup>

Si la preferencia temporal no cambia, entonces al menos una pequeña parte de la renta adicional de los factores de 990 u.m.

no se gastará en bienes de consumo, sino que se ahorrará e invertirá. En este caso, no se produce la autoliquidación de la expansión crediticia de la letra real. Los bienes de consumo adicionales no se comprarán por 1.000 u.m., sino que deberán bajar de precio. Los precios deben ajustarse debido al crecimiento económico. Pero esto no es un problema, sino lo más natural en una economía de mercado. La producción de medios fiduciarios no puede cambiar eso y es la fuente potencial de distorsiones intertemporales.

### *5.1.3 La necesidad de ahorro real*

La teoría del capital es un elemento esencial y distintivo de la economía austriaca. Las diferencias esenciales entre la escuela austriaca y otras escuelas de economía tienen su origen en sus diferentes teorías del capital (Huerta de Soto 2020, cap. 7).

La idea clave austriaca de la teoría del capital es que la producción es un proceso que lleva tiempo. En consecuencia, es necesario un ahorro real para sostener los procesos de producción. Alguien tiene que renunciar al consumo para mantener a los propietarios de los factores de producción dedicados a la producción de bienes de capital. El ahorro proporciona bienes presentes para sostener los proyectos de inversión.

En los mercados de capitales se intercambia el poder adquisitivo presente por títulos de bienes futuros. Esta necesidad de ahorro real para sostener los procesos de producción no solo es la diferencia clave entre la escuela austriaca y otras escuelas en el campo de la «macroeconomía», sino que también es clave para entender la teoría austriaca del ciclo económico. Según esta teoría se genera una descoordinación intertemporal entre ahorradores e inversores debida a la expansión crediticia que distorsiona el tipo de interés. Los inversores invierten como si el ahorro real hubiera aumentado y emprenden proyectos de inversión demasiado

ambiciosos, mientras que los consumidores no aumentan su ahorro real. Inducidos por la expansión crediticia y los tipos de interés artificialmente bajos, parecen rentables proyectos de inversión que no lo serían con tipos de interés más altos que representarían el importe real del ahorro.

Los empresarios que toman nuevos préstamos de un sistema bancario con reserva fraccionaria inician nuevos proyectos, aunque el ahorro no haya aumentado. Tarde o temprano el boom artificial llega a su fin, ya que no hay suficiente ahorro real para mantener los factores de producción en los nuevos proyectos. Se hace evidente que ha habido malas inversiones y se liquidan en una recesión.

Echemos un vistazo al sistema que propone Rallo. Propone un sistema bancario con reserva fraccionaria basado en el descuento de letras reales en el que los medios fiduciarios puedan ser canjeados por dinero en sentido estricto (como un patrón de oro con reserva fraccionaria).

Para entender el funcionamiento de este sistema, imaginemos a Robinson Crusoe en su isla. Pesca con sus propias manos. En un día, pesca tres peces y los consume todos. Los tres peces simbolizan los bienes de consumo que necesita para mantenerse cómodamente. El proyecto de inversión que Robinson crea en su mente es construir una red para pescar con más eficacia. Considera que con su red de pesca, que es un bien de capital, podrá capturar 10 peces en solo medio día, aumentando enormemente su producción.<sup>39</sup> También considera que le llevará 30 días de trabajo a tiempo completo construir dicha red. Si Robinson no está dispuesto a sacrificar el consumo y a ahorrar y construir una reserva de pescado para 30 días (suponiendo que no sea perecedero), no podrá emprender su proyecto. Sin embargo, alguien, en la sociedad, podría ahorrar por él. Por ejemplo, Viernes podría sacrificar su consumo y prestarle los 90 peces a un plazo de 30 días (o algunos días más para darle tiempo a pescar 90 peces).

En lugar de prestar a Robinson la totalidad de los 90 peces al principio del proyecto, Viernes podría también ahorrar y prestar 3 peces al día, prolongando el préstamo durante 30 días. Otra posibilidad es que otros miembros de la isla presten a Robinson. Por ejemplo, Viernes puede prestar 45 peces durante 15 días y Gordon otros 90 peces (45 para pagar a Viernes y 45 para el consumo de Robinson) durante los segundos 15 días. Alternativamente, Tom puede prestar 2 peces y Pedro 1 pez el primer día para un día, y Juan 7 y David 2 peces para el segundo y tercer día (3 para pagar a Tom y Pedro y 6 para su consumo en los días dos y tres) y así sucesivamente. Para que el proyecto sea sostenible, es esencial que cada día haya tres peces de ahorro real neto que se transfieran a Robinson para mantenerlo. El vencimiento (la calidad) de los préstamos no es esencial, sino la disponibilidad del ahorro real neto (la cantidad de peces ahorrados y transferidos a Robinson).

Hasta aquí todo bien. Si hay suficientes ahorros reales transferidos a Robinson para mantenerlo durante 30 días, entonces el proyecto puede completarse con éxito. La red de pesca está construida y la sociedad es más rica, ya que ha surgido un nuevo bien de capital que aumenta la productividad.

Ahora, imaginemos que nadie aumenta el ahorro, sino que todo el mundo consume todo el pescado que se produce. No hay ahorro real neto. Entonces, el proyecto no es viable, porque Robinson no tiene nada que consumir durante los 30 días. Imaginemos que Viernes posee un banco con algunas reservas de oro. Ahora, Viernes concede un préstamo a Robinson (con la garantía de los peces que quiere capturar con la red) sin que nadie aumente el ahorro real. Todos los peces que se capturan se siguen consumiendo. Viernes emite un sustituto monetario (medio fiduciario) a Robinson que establece que le da derecho a reclamar 90 monedas de oro en el banco de Viernes a la vista. El sustituto monetario

es perfecto, cotiza a la par con el dinero en sentido estricto. Como el precio de mercado del pescado en el pasado ha sido de 1 moneda de oro, Robinson cree que podrá comprar los peces necesarios y pone en marcha su proyecto. Sin embargo, si nadie aumenta los ahorros reales, Robinson no podrá comprar los peces para mantenerse. Simplemente, no estarán ahí. La creación de medios fiduciarios, aunque esté «respaldada» por los bienes de consumo que se lleven al mercado en 90 días, no crea peces hoy. Como consecuencia de la nueva oferta de oro de Robinson a cambio de peces, los precios de los peces subirán, enviándole la señal de que fue un error involucrarse en este proyecto de inversión.<sup>40</sup>

Robinson puede sacar un papel, una letra real, y venderlo al banco de Viernes a cambio de medios fiduciarios de oro (90) recién emitidos. Si los participantes en el mercado los aceptan como sustitutos monetarios perfectos (y este es el caso que trata Mises), entonces estos medios fiduciarios circulan y siempre alguien los tendrá en su poder. Tal vez lleguen a Tom, y más tarde a Peter, que podrían pedir el canje en oro, pero no lo hacen. Sin embargo, aunque Tom y Peter no canjeen sus sustitutos monetarios, la circulación de los mismos no crea ningún nuevo ahorro real para sostener a Robinson. Solo hace subir los precios. Por tanto, es un error argumentar, como hace Rallo, que la tenencia y aceptación de los medios fiduciarios es ahorro. Como hemos visto, simplemente no crea más peces.

Modifiquemos el ejemplo para destacar otro punto. Imaginemos que Robinson recibe 90 unidades de medios fiduciarios del banco de Viernes a cambio de una letra real. Compra 90 pescados de unas reservas que tiene Tom. Obsérvese que Tom no está prestando durante 30 días, solo vendió sus

existencias contra un sustituto monetario perfecto. No se comprometió a restringir su consumo durante 30 días (como podría haber hecho con un contrato de préstamo).



Solo cuando Tom (u otra persona) reduzca su consumo en 90 peces durante 30 días, el proyecto será viable. En otras palabras, solamente si todos los medios fiduciarios recién creados se ahorran, el proyecto es viable. Sólo si los medios fiduciarios creados no se tocan ni se utilizan para un gasto adicional, el proyecto es viable (lo cual de nuevo es absurdo, pues las letras precisamente se crearon y descontaron para obtener liquidez y gastarla). Pero eso significa que Tom tiene que restringir el consumo. Si Tom se limitara a conservar los medios fiduciarios, esto implicaría que las tasas de ahorro han aumentado, que la preferencia temporal se ha reducido. Solo en este raro caso, la creación de medios fiduciarios por el descuento de las letras reales ha disminuido la preferencia temporal.

Como señala Huerta de Soto (2020, p. 427), una vez que los fondos recién creados se invierten y llegan a los propietarios de los factores de producción, éstos tendrían que ahorrar los fondos por completo para que la inversión sea sostenible. Basta con que solo gasten una parte de los medios fiduciarios en bienes de consumo, para que haya una recesión. Como dice Huerta de Soto (2020, p. 429), para que la inversión financiada por la expansión del crédito sea sostenible sería necesario que «la totalidad de la renta monetaria derivada de la misma fuera, en última instancia, íntegramente ahorrada por los agentes económicos.»

Sin embargo, si las tasas de preferencia temporal son constantes, los agentes económicos gastarán los fondos adicionales. Tom no restringirá su consumo de pescado. Entonces, el proyecto no es viable. Y de nuevo, la creación de medios fiduciarios adicionales no equivale a una disminución de la preferencia temporal, aunque estén circulando. Si Tom utiliza los medios fiduciarios durante los 30 días para comprar un bien de consumo a David, y éste vende los medios fiduciarios a Juan para comprar otro bien, entonces los precios de los bienes de consumo tienden a aumentar, lo

que indica la falta de ahorro real disponible para financiar todos los proyectos de inversión emprendidos actualmente. Es muy sencillo: la creación de medios fiduciarios no aumenta el ahorro real voluntario, que sería necesario para financiar proyectos adicionales. La reducción del consumo libera bienes para sostener a Robinson durante el proceso de producción. Esta reducción no se produce por la mera creación de medios fiduciarios, aunque los medios fiduciarios estén en manos de los actores y circulen.

#### *5.1.4 Saldos de tesorería frente al flujo de ahorro*

El error crucial de la teoría de Rallo es no tener en cuenta que los saldos de tesorería son una variable de stock y el ahorro es una variable de flujo.

El flujo de ahorro es la parte de los bienes de consumo producidos que se ahorra (Huerta de Soto 2020, p. 545) y se pone a disposición de los propietarios de los factores de producción que están produciendo bienes de capital. Los agentes económicos ahorran parte de sus ingresos monetarios, sacrificando así el disfrute de los bienes de consumo. En otros términos, el ahorro es la proporción de la renta que no se utiliza en el consumo corriente (Machlup 1940, p. 212). Este ahorro, es decir, los bienes reales no consumidos, es siempre y en todo momento una variable de flujo.

Los saldos de tesorería son, sin embargo, una variable de stock. En una economía con una oferta monetaria constante esta variable de stock obviamente también es constante (Bagus y Howden 2011b).<sup>41</sup> Cuando la oferta monetaria aumenta, los saldos de tesorería, es decir, la variable de stock, aumentan. Sin embargo, este aumento de los saldos de tesorería no dice nada sobre la parte de los bienes producidos que se ahorran y están disponibles para mantener los procesos de producción. Añadir un cero a todos los billetes y cuentas bancarias aumenta los saldos de tesorería

(«ahorro» en el lenguaje coloquial o cotidiano), pero no el ahorro real.

En otras palabras, un aumento de la variable de stock de los saldos de tesorería no implica un aumento de la variable de flujo del ahorro (bienes reales no consumidos). De hecho, los saldos de tesorería pueden aumentar reduciendo el ahorro y el gasto de inversión. La variable de flujo del ahorro viene determinada por la preferencia temporal. Cuanto menor sea la preferencia temporal, mayor será la proporción de la renta que se ahorra; y mayor será la cantidad de bienes disponibles para mantener las inversiones. La variable de stock viene determinada por la demanda y la oferta de dinero.

En relación con la Doctrina de las Letras Reales, es importante entender cuál es el flujo de ahorro que se utiliza para sostener los factores de producción en las etapas que producen bienes de capital. Este flujo de fondos (a veces también llamado «fondo de subsistencia» (Strigl 2000)) no crece descontando letras reales. El descuento de letras reales por parte de los bancos con reserva fraccionaria solo conduce a una redistribución. Cambia las personas que tienen acceso a estos fondos de subsistencia. A través de la creación de medios fiduciarios, los titulares de los medios fiduciarios obtienen un mayor control de los fondos de subsistencia que el que habrían tenido de otro modo.

Para entender mejor la relación entre los saldos de tesorería y el flujo de ahorro, es útil destacar que hay tres formas en las que los individuos pueden gastar sus ingresos monetarios. Pueden gastarlos en consumo, en inversiones o pueden aumentar su saldo de tesorería.<sup>42</sup> Ahora bien, los individuos pueden aumentar su saldo de tesorería (stock de «ahorros» solo en sentido coloquial) de tres maneras. Pueden desinvertir, reducir el consumo o una combinación de ambos (reducir tanto el gasto en inversión como en consumo).

Imaginemos una economía en la que las personas tienen un saldo de tesorería de 100 u.m. Gastan el 80% de sus ingresos en el consumo, y el 20% lo ahorran para invertir. Ahora, cuando las personas disminuyen su saldo de tesorería (stock de «ahorro») a 90 u.m., pueden utilizar estas 10 u.m. para aumentar el gasto de consumo de 80 a 90 u.m., lo que conduce a un aumento relativo de los precios de los bienes de consumo en comparación con los precios de los bienes de capital y a un acortamiento de la estructura de producción. Alternativamente, también podrían disminuir su saldo de tesorería y aumentar su gasto de inversión en 10 u.m., de 20 a 30 u.m. Esto llevaría a un aumento relativo de los precios de los bienes de capital y a un alargamiento de la estructura de producción. También podrían incrementar sus gastos de consumo e inversión proporcionalmente, sin cambiar los precios relativos de bienes de consumo y bienes de inversión. Como puede verse, la reducción de los saldos de tesorería (stock de «ahorro» monetario en sentido coloquial) puede ir acompañada de un acortamiento o alargamiento de la estructura productiva o no afectar en absoluto a la misma.

Del mismo modo, los ciudadanos pueden aumentar sus saldos de tesorería. Aquí también tienen tres posibilidades, o bien reducen su gasto de consumo o su gasto de inversión o una combinación de ambos. Cuando reducen su gasto de consumo, los precios de los bienes de consumo caen en relación con los precios de los bienes de capital, y la estructura de producción se alarga. Como señala Mises (2001, pp. 621-622) sobre este caso particular:

*Cuando una persona poseedora de cierta suma dineraria la dedica, no al consumo, sino a la adquisición de factores de producción, el ahorro queda directamente transformado en acumulación de capital. En cambio, si el individuo dedica el ahorro a incrementar su tenencia de numerario, por estimar que tal es el destino que*

*a él más le conviene dar a dicho ahorro, desata una tendencia bajista en el precio de las mercancías y alcista en el poder adquisitivo de la moneda... Cuando una persona ahorra una cierta suma monetaria en vez de dedicarla al consumo; ese proceso ahorrador provoca invariablemente la acumulación de capital y la correspondiente inversión. Es indiferente que el interesado incremente o no su tenencia de numerario. El acto de ahorrar implica siempre la aparición de unos bienes producidos y no consumidos, bienes que permiten ulteriores actividades productivas.*

Así, cuando las personas aumentan su saldo de tesorería absteniéndose de consumir, esto implica una caída de las tasas de preferencia temporal y la correspondiente tendencia a una estructura de producción más capital intensiva.<sup>43</sup> Como hemos mencionado antes, si se crean nuevos medios fiduciarios y se inyectan en la economía, y los titulares no los gastan, es decir, se ahorran por completo, los nuevos proyectos son sostenibles debido a la reducción relativa del gasto de consumo.

La otra alternativa para aumentar los saldos de tesorería es reducir el gasto de inversión. Esto llevaría a un aumento relativo de los precios de los bienes de consumo y a un acortamiento de la estructura de producción. Por ejemplo, las personas pueden desprenderse de equipos de capital al no reinvertir en máquinas que se deprecian y, de este modo, aumentar sus saldos de tesorería. También pueden vender activos financieros para aumentar sus saldos de tesorería.<sup>44</sup> Por tanto, los saldos de tesorería (de dinero en sentido estricto y de sustitutos monetarios) pueden aumentar, aunque al mismo tiempo el ahorro real está disminuyendo. Este hecho es incompatible con la Doctrina de las Letras Reales. Esto es así porque la Doctrina de las Letras Reales implica que los aumentos en la variable de stock, es decir, los saldos de tesorería, indican que la variable de flujo, es decir, el ahorro real, ha aumentado y que la expansión

crediticia basada en letras reales puede financiar inversiones adicionales de forma sostenible.

Volviendo a nuestro ejemplo inicial de aumento de los saldos de tesorería, también es posible, si la preferencia temporal social no cambia, aumentar los saldos de tesorería reduciendo en la misma proporción los gastos de consumo y de inversión.<sup>45</sup> Por ejemplo, las personas pueden reducir ambos gastos en un 10%, reduciendo el gasto en consumo de 80 a 72 u.m. y el gasto en inversión de 20 a 18 u.m., añadiendo así 10 u.m. a sus saldos de tesorería. En ese caso, no se produce ningún efecto en la estructura productiva. Como vemos, no existe una relación necesaria entre la demanda de dinero y la preferencia temporal. El nivel de los saldos de tesorería real puede cambiar sin cambios en la preferencia temporal y sin cambios en el ahorro real.

Hay que distinguir entre el poder adquisitivo del dinero y la oferta de ahorro real. La oferta y la demanda de dinero determinan el poder adquisitivo del dinero. Sin embargo, un aumento de los saldos de tesorería no dice nada sobre el cambio en la proporción de los gastos de inversión y de consumo, ni sobre el flujo de ahorro real para la inversión. Son la oferta y la demanda de bienes futuros las que determinan la cantidad de ahorro bruto disponible para la inversión. La oferta y la demanda de bienes futuros es en sí misma una expresión de la preferencia temporal. Es la proporción del gasto en bienes de consumo (bienes presentes) y en bienes de inversión (que se espera que produzcan bienes de consumo en el futuro).

## 5.2 La curva de rendimiento y el arbitraje

La escuela bancaria sostiene que, si un sistema bancario con reserva fraccionaria solo crea el tipo adecuado de préstamos, no habrá ciclo económico. El tipo correcto de préstamos son los préstamos a corto plazo, que se

liquidan por sí mismos, respaldados por bienes que se venderán en el futuro a corto plazo: las letras reales. El tipo de interés de las letras reales se llama tipo de descuento. La escuela bancaria «feketiana» distingue entre el tipo de interés y el tipo de descuento, como si se tratara de dos fenómenos radicalmente distintos y fijados en mercados herméticamente separados. Esta separación permite a la escuela bancaria justificar su argumento de que la expansión crediticia de un tipo préstamos no es problemática; y mantener que con el tipo correcto de expansión crediticia, los tipos de interés a largo plazo, que son importantes para las inversiones de capital, no se ven afectados.

En otras palabras, según la escuela bancaria, la expansión crediticia para financiar, por ejemplo, hipotecas, reduce los tipos de interés a largo plazo, lo que da lugar a un ciclo económico. Sin embargo, la expansión crediticia para financiar bienes comercializados en el futuro próximo, solo influye en

el tipo de descuento, pero no en los tipos de interés a largo plazo, y por tanto, no inicia un ciclo económico.

Sin embargo, el argumento de los mercados de crédito separados herméticamente es erróneo. Los mercados de crédito actúan como tubos o vasos comunicantes. Cuando los tipos de interés a corto plazo (tipos de descuento) se reducen por la expansión crediticia, esto tiene un efecto reductor también en los tipos de interés a largo plazo y ello por dos razones principales.<sup>46</sup>

En primer lugar, por la práctica del descalce de plazos también llamado transformación de vencimientos; es decir, endeudarse a corto plazo a tipos de interés bajos para invertir a largo plazo a tipos de interés más altos. El descalce de plazos eleva los tipos a corto plazo y reduce los de largo plazo. Cuando el tipo de descuento se reduce por

la expansión crediticia basada en letras reales, el descalce de plazos se vuelve más atractivo que en caso contrario. El descalce de plazos no solo es perfectamente legítimo (Bagus y Howden 2009; 2012; Bagus, Howden y Huerta de Soto 2018) sino que también puede tener éxito. El descalce de plazos tiene una función importante al hacer que los ahorros rotatorios a corto plazo estén disponibles para financiar proyectos a largo plazo, como también analizaremos con más detalle a continuación.

En segundo lugar, aunque no se produzca un descalce de plazos o una transformación de vencimientos, como parece ser el objetivo político de la escuela bancaria, una disminución de los tipos de interés a corto plazo influye en los tipos a largo plazo. Esto es así porque los ahorradores invertirán sus fondos de forma diferente. Cuando los tipos a corto plazo (el tipo de descuento) bajan, las inversiones a largo plazo se vuelven relativamente más atractivas. El comportamiento inversor cambia en el margen. Más gente invertirá a largo plazo, donde los tipos siguen siendo más altos, y menos gente invertirá sus fondos a corto plazo, donde los tipos han bajado por el descuento de letras reales y la creación de medios fiduciarios. La gente trasladará sus ahorros de los vehículos de inversión a corto plazo a los de largo plazo. Como consecuencia, los tipos a largo plazo siguen a los tipos a corto plazo y bajan sin que ningún actor individual tenga que pedir prestado a corto y prestar a largo. En otras palabras, incluso suponiendo que todos los plazos están ajustados, la expansión crediticia basada en letras reales hace bajar los tipos a largo plazo.

En resumen, cuando se produce una expansión crediticia en forma de préstamos a corto plazo, toda la curva de rendimiento se desplaza hacia abajo. No solo se reducen los tipos a corto plazo, sino también los de largo plazo,



aunque no haya un aumento del ahorro real. Se produce una reducción artificial de los tipos de interés que posiblemente conduzca a un auge artificial insostenible.

### 5.3 Los mercados de crédito están interconectados

Como hemos visto, los mercados de crédito no están herméticamente separados. Además, los medios fiduciarios creados pueden invertirse con flexibilidad. El crédito creado mediante la compra de letras reales es fungible. Cuando una empresa obtiene nuevos medios fiduciarios, que han sido creados mediante el descuento de una letra real, la empresa tiene fondos adicionales para invertir. Normalmente, las empresas invertirán los fondos donde se espera el mayor rendimiento, y esto suele ser en proyectos a largo plazo. Puede que no utilicen las mismas unidades monetarias que se han creado, pero pueden utilizar otros fondos, que ahora están «liberados», ya que el dinero es un bien fungible.

Supongamos una empresa en un sistema de reserva del 100% que financia el transporte de las mercancías al mercado mediante fondos propios. Ahora, se introduce la banca con reserva fraccionaria basada en letras reales. El descuento de letras creando medios fiduciarios permite a la empresa obtener fondos adicionales. Esta práctica libera fondos propios que antes se utilizaban para financiar el transporte de mercancías.<sup>47</sup> Ahora la empresa puede utilizar sus fondos propios de otra manera. Los fondos liberados se invertirán entonces allí donde se espera el mayor rendimiento, y esto es, como se ha indicado antes, normalmente en proyectos a más largo plazo.<sup>48</sup> El dinero (y los medios fiduciarios) es como el agua. Encontrará su camino a través de pequeñas aberturas y agujeros y correrá hacia abajo, donde se pueden encontrar los proyectos más rentables.

Como dice Rothbard (2013, p. 72)

*Una empresa puede simplemente dejar de utilizar fondos propios para financiar el inventario de corto plazo y optar por tomar esos fondos prestados de los bancos. Los fondos tomados como préstamo pueden, entonces, utilizarse en la financiación de inversiones a largo plazo.*

Del mismo modo, Machlup (1940, p. 192, p. 201) afirma que debido a la expansión crediticia (y la expansión crediticia basada en letras reales es un tipo) hay menos presión en los mercados de crédito. Y lo que es más importante, la forma final del crédito y su uso no están determinados por el prestamista inicial (Machlup 1940, p. 251).<sup>49</sup> A través de varios canales estos fondos pueden acabar financiando proyectos a largo plazo (Machlup 1940, p. 257-58; también Machlup 1932): 50

En primer lugar, el empresario que descuenta letras reales en un banco, puede prestar dinero a otro empresario que invierte en un proyecto a largo plazo.

En segundo lugar, el empresario que descuenta la letra real, puede pagar con efectivo en lugar de pedir un préstamo. La empresa que recibe el efectivo podrá entonces invertir a largo plazo.

En tercer lugar, hay más facilidad en el mercado de crédito en general, lo que permite que algún prestatario marginal invierta en algún sitio. Como la empresa que se financia con el crédito creado (crédito basado en letras reales) necesita menos ahorro real, los prestatarios marginales que no podían encontrar financiación en los mercados de crédito, ahora conseguirán financiación e invertirán donde esperan el mayor rendimiento.

Así, debido a la expansión crediticia basada en letras reales, los tipos de interés tienden a bajar y el precio de los bienes de capital a aumentar. La caída de los intereses

tiene un efecto más fuerte sobre la rentabilidad de los proyectos a largo plazo que sobre la de los proyectos a corto plazo (Machlup 1940, pp. 252-53).<sup>51</sup> Esto hace más probable que el crédito acabe siendo invertido en las industrias de bienes de producción.

En la misma línea, Benjamin Strong, el primer gobernador del Banco de la Reserva Federal de Nueva York y durante años presidente de facto de la Reserva Federal, ya se dio cuenta de que los clientes podían pedir préstamos utilizando letras reales para financiar la especulación y que no hay garantía de que los medios fiduciarios creados por las letras reales se utilicen para financiar estos bienes (Chandler 1958, pp. 197-98). Strong argumentaba que no se puede saber dónde se utilizará el dinero conseguido mediante el descuento de letras reales (Humphrey y Timberlake 2019, pp. 73-74). Del mismo modo Ahamed (2016, p. 359) muestra que cuando la Reserva Federal logró reducir los préstamos bancarios a los corredores de bolsa en 1928 y 1929, otras fuentes de crédito sustituyeron a la especulación. Por ejemplo, las empresas estadounidenses prestaron a los corredores su excedente de liquidez (por supuesto, alimentado por el descuento de las letras reales). En resumen, cuando se descuentan letras reales creando medios fiduciarios, estos fondos pueden acabar en otro extremo de la economía, por ejemplo, financiando la especulación bursátil.

No es tan importante qué tipo de préstamos se conceden, como afirma la escuela bancaria, sino cuál es la cantidad de dinero (medios fiduciarios) creada por la expansión crediticia. Como dice Rothbard (2013, pp. 71-72):

*El aspecto relevante de la expansión crediticia bancaria es la cantidad de nuevo dinero inyectado en forma de créditos para empresas, pero en absoluto el tipo de préstamos comerciales que se realizan. Los préstamos de corto plazo de liquidación automática son tan inflacionarios como los préstamos de largo*

*plazo .... El punto crucial es la inyección de nuevo dinero en las empresas; más allá del tipo de préstamo comercial realizado, este dinero luego se filtra en la economía con los efectos descritos por el análisis austriaco. Lo irrelevante del tipo de préstamo puede verse en el hecho de que las empresas, si desean financiar inversiones de largo plazo, pueden hacerlo de manera indirecta a través de los bancos con la misma eficiencia con la que lo harían si se financiaran con préstamos directos ...Todo el crédito en el mercado está interrelacionado y no hay modo de sellar herméticamente los diferentes tipos de crédito.*

La creación de crédito sin ahorro previo es problemática independientemente del tipo de crédito. El tipo de crédito no es lo principal porque la cuestión esencial es si alguien ha renunciado al poder adquisitivo y al control sobre los bienes de consumo. Como dice Machlup (1940, p. 171)

*No matter whether they [los bancos] do this [crear crédito sin ahorro previo] by making advances or overdrafts, by discounting bills or by purchasing securities, they are providing purchasing power which has not been given up by anybody beforehand. Part of the supply of money capital thus frequently is «created» credit.<sup>52</sup>*

Del mismo modo, Mises (2001, p. 939) escribe sobre la idea del control cualitativo del crédito:

*Es de importancia secundaria la forma en que los nuevos préstamos encuentran su aplicación dentro del mercado crediticio. Lo decisivo es que el mercado recibe el impacto de los nuevos medios de pago. Si la Banca, por ejemplo, amplía los préstamos a los agricultores, pueden éstos pagar deudas, abonar sus compras al contado, etc. Si la industria recibe fondos frescos para destinarlos a capital circulante, se encuentra automáticamente en situación de aplicar a distintos cometidos las sumas antes destinadas a aquella finalidad. En cualquier caso se incrementan las disponibilidades líquidas, que sus poseedores*

*destinarán a cualquier inversión que consideren de mayor rentabilidad.*

La expansión crediticia basada en letras reales es tan inflacionaria como cualquier otra expansión crediticia. Sin embargo, hay que reconocer algún mérito al enfoque de Rallo: Restringir la expansión crediticia a las letras reales es un paso en la dirección correcta, ya que descarta otros tipos de expansión crediticia y, por tanto, la cantidad global de expansión crediticia (Rothbard 2013, p. 72). Y la cantidad de expansión crediticia influye en la calidad del crédito. Restringir la cantidad de expansión crediticia aumenta la calidad de los préstamos. Por el contrario, cuanto mayor sea la expansión crediticia, mayor será la necesidad de reducir los requisitos de crédito.

Es cierto que la expansión crediticia basada en letras reales conduce a plazos más cortos de los préstamos pendientes. Se devuelven antes reduciendo la oferta de dinero. Sin embargo, del mismo modo que los bancos pueden renovar y conceder nuevas hipotecas (respaldadas por el valor de mercado de las viviendas), cuando son devueltas por los prestatarios, los bancos pueden renovar o conceder nuevos préstamos a corto plazo mediante el descuento de más letras reales. Mientras los préstamos a corto plazo se renueven, tendrán los mismos efectos sobre el aumento de la oferta monetaria que los préstamos a largo plazo.<sup>53</sup>

De la misma manera que la Ley Bancaria de Peel puede considerarse un paso en la dirección correcta porque restringía las posibilidades de expansión crediticia (al hacer ilegal la emisión de billetes bancarios sin respaldo), la Doctrina de las Letras Reales también puede restringir algo la cantidad de expansión crediticia al permitir únicamente los préstamos de «alta calidad». Sin embargo, es un error pensar que no se producirán ciclos

económicos mientras la expansión crediticia siga siendo posible. Los defensores de la Ley Bancaria de Peel habían prometido el fin de los ciclos, pero fracasaron porque no entendieron que los depósitos a la vista al igual que los billetes bancarios son sustitutos monetarios perfectos. Los defensores de la Doctrina de las Letras Reales cometen un error similar porque no entienden que los medios fiduciarios son sustitutos monetarios perfectos. Creen que un sistema bancario que siga la Doctrina de las Letras Reales conduciría a una economía estable sin auges ni colapsos; del mismo modo que los proponentes de la Ley Bancaria de Peel creían que su propuesta eliminaría los ciclos económicos.

En defensa de los teóricos de la Doctrina de las Letras Reales se podría argumentar que los ciclos inducidos por la expansión crediticia basada en letras reales solo producen un daño insignificante o nulo, ya que distorsionan la estructura de la producción solo ligeramente, concretamente en tres meses. Con fondos asegurados solo durante tres meses, no se inicia ningún proyecto de inversión a largo plazo, dice el argumento.

Sin embargo, este argumento falla por dos razones. En primer lugar, como ya se ha dicho, el dinero es fungible y cuando los fondos se liberan tienden a invertirse donde se espera el mayor rendimiento, que suele ser en proyectos a más largo plazo. En segundo lugar, aunque no tengamos en cuenta esta fungibilidad, los tres meses se suman en todas las etapas de la producción como Huerta de Soto (2014, pp. 230-231) ilustra con un ejemplo útil.

Huerta de Soto supone una economía de giro uniforme con cinco etapas en las que las mercancías de alta calidad se venden de una etapa a la siguiente. El proceso de producción dura 9 meses y los capitalistas tienen que esperar 3 meses más para el pago, ya que permiten a sus clientes pagar las mercancías recibidas en 3 meses. La economía

funciona completamente sin bancos. En el experimento mental, se añade un sistema bancario de reserva fraccionaria que ofrece a los capitalistas descontar letras reales garantizadas por las mercancías de alta calidad. De este modo, los capitalistas no tienen que esperar 12 meses para cobrar, sino que reciben sustitutos monetarios ya después de 9 meses. Si la preferencia temporal no cae y los capitalistas no ahorran los fondos creados durante 3 meses, los invertirán comprando bienes de capital a sus proveedores. En todas las etapas hay un alargamiento de tres meses, lo que suma 15 meses en las cinco etapas. El alargamiento artificial es entonces de 1 año y 3 meses o el 25% de los cinco años que duraba el proceso de producción antes de que se introdujera el sistema bancario de reserva fraccionaria. Una vez que las letras reales se están reembolsando, los bancos las renuevan y así sucesivamente. Por lo tanto, ahora hay 6,25 etapas en lugar de las 5 etapas. Así, la distorsión de la estructura de producción es mucho mayor que la de tres meses, incluso si no consideramos la fungibilidad del dinero. Por tanto, podemos concluir que cualquier tipo de expansión crediticia, independientemente de la calidad o el tipo de los préstamos concedidos, distorsiona la estructura de la producción si no está respaldada por ahorro real. La Doctrina de las Letras Reales, si permite la expansión crediticia sin ahorro previo, desencadenará los ciclos económicos austriacos. Lo que cuenta es la cantidad de nuevos medios fiduciarios inyectados en el mercado de crédito. Cualquier inyección de medios fiduciarios ejercerá efectos expansivos.

Como dice Mises (2001, p. 529 nota 17)

*La idea de una expansión crediticia «normal» es absurda. La creación de medios fiduciarios adicionales, sea cual fuera su*

*cuantía, provoca invariablemente en la estructura de los precios los cambios a que se refiere la teoría del ciclo económico.*

#### 5.4 La demanda de dinero y el tipo de interés; o las necesidades del comercio como límite exógeno a la expansión crediticia

En esta sección nos ocupamos del argumento ofrecido por la escuela bancaria, según el cual la expansión crediticia está limitada por las necesidades del comercio. ¿Está limitada la expansión crediticia por la cantidad de letras reales, que a su vez está limitada por la cantidad de bienes reales producidos?

¿Es cierto que primero surge una letra real y luego un préstamo? ¿O lo es que primero los bancos bajan los tipos de interés, lo que hace más atractiva la emisión y el descuento de letras reales?

Rallo (2019) considera que cuando aumenta la necesidad de comercio y la demanda de dinero, los bancos amplían el crédito descontando letras reales. El aumento de la oferta monetaria en sentido amplio es una respuesta a un aumento de la demanda de dinero respaldado por letras reales y, en última instancia, de bienes reales. Los bancos no amplían el crédito por sí mismos, sino que solo reaccionan ante una mayor demanda de dinero.

Lo que no ven los defensores de la Doctrina de las Letras Reales es que la demanda de medios fiduciarios no es independiente de la acción de los bancos, es decir, de la facilidad con la que conceden los préstamos. Los bancos, reduciendo los criterios de crédito o bajando el tipo de interés de los préstamos, pueden inducir una mayor demanda de préstamos. Además, pueden mantener sus medios fiduciarios en circulación renovando sus préstamos a tipos más bajos.<sup>54</sup> Los prestatarios comparan el tipo de interés aplicado a los préstamos con la tasa de beneficio



que esperan obtener de la inversión de estos préstamos. Cuanto menor sea el tipo de interés aplicado, más rentables parecerán las inversiones y mayor será la demanda de préstamos *ceteris paribus*.

En otras palabras, aunque no hubiera una demanda previa de medios fiduciarios, los bancos pueden inducir esta demanda reduciendo los tipos de interés (Huerta de Soto 2020, p. 531). Cuanto menor sea la tasa de descuento, más letras reales se presentarán en los bancos y mayor será la demanda de medios fiduciarios. Como afirma Rothbard (2013, p. 71) «*[l]os bancos no esperan pasivamente a las empresas que demandan crédito; esta demanda varía de manera inversamente proporcional al tipo de interés que los bancos cobran.*»

Mises (1998, pp. 436-37) afirma de forma similar:

*La Escuela Bancaria se equivocó totalmente al abordar estas cuestiones. En particular, al suponer que las propias necesidades mercantiles imponen una rígida limitación a la cantidad de billetes convertibles que la banca puede emitir. No advertía que la demanda de crédito solo depende de hasta dónde el banco esté dispuesto a llegar; si la entidad se despreocupa de su propia liquidez, fuertemente puede ampliar la concesión de crédito circulatorio rebajando el interés por debajo del nivel del mercado.*

Machlup (1940, p. 265) considera que todo el argumento de que los bancos descuentan pasivamente una determinada cantidad de letras reales que se les presenta se basa en una mera superstición. Los bancos podrían reaccionar ante una mayor demanda de dinero restringiendo la oferta si eso les interesa:

*...it was supposed for a long time that there was a strict dependence of the total volume of bills and requests for their discount on the «volume of trade. » It has frequently pointed out that this*

*is a mere superstition. The number of bills coming forward for discount is largely dependent on the credit policy of the banks. An increase in the demand for loans against bills can in principle just as well lead to a tightening of the discount market as to the granting of the loans. It all depends on the policy of the banks...*

De hecho, cuando en una recesión aumenta la demanda de préstamos (descuento de letras reales) de las empresas con problemas, los bancos pueden disminuir su oferta aumentando los tipos.

Y no es cierto que una sobreexpansión conduzca directa y necesariamente a un reflujo, en el que los medios fiduciarios se presentan para ser canjeados en dinero en sentido estricto. Como señala Mises (2001, p. 513), cuando los precios suben, la gente suele aumentar su saldo real de tesorería porque restringe las compras con la esperanza de que los precios vuelvan a bajar. Así, al menos durante un tiempo prolongado, la demanda de dinero puede ajustarse a la oferta de medios fiduciarios.

Tampoco hay que olvidar que la capacidad de emitir medios fiduciarios no está limitada por el deseo de que la gente quiera tener mayores saldos de tesorería. Siempre hay demanda para tener medios fiduciarios, siempre que se consideren sustitutos monetarios perfectos, porque dan a su titular una ventaja sobre los que tienen saldos de tesorería más bajos. La demanda de medios fiduciarios no está, por tanto, restringida por las necesidades del comercio.

Los medios fiduciarios adicionales dan a los empresarios una ventaja competitiva sobre sus rivales, independientemente de la evolución de las «necesidades del comercio.» Esto es así porque siempre que se produce un aumento de la oferta monetaria en su sentido más amplio, se produce una redistribución (Cantillon 2017). Los primeros receptores de los medios fiduciarios se benefician,

ya que todavía pueden comprar a los antiguos precios más bajos, mientras que los últimos receptores pierden. Un empresario que recibe un préstamo de un banco en forma de medios fiduciarios, disfruta de un aumento de su saldo de tesorería. Puede comprar la tecnología más reciente a los antiguos precios más bajos (mientras que su rival que no se endeudó no puede hacerlo). El segundo receptor de los medios fiduciarios también tiene una ventaja (ahora algo menor) porque los precios aún no han aumentado todavía de forma generalizada, y así sucesivamente. Así pues, los efectos Cantillon son una razón por la que existe una demanda de medios fiduciarios independiente de las necesidades del comercio.

La demanda de medios fiduciarios no es exógena al sistema bancario. No solo puede ser estimulada por la política bancaria, sino que también puede alimentarse de sí misma (Bagus y Howden 2010b). Cuando la expansión crediticia basada en letras reales hace que aumente la oferta monetaria, los precios de los activos tienden a subir. La gente puede sentirse más rica (efecto riqueza) y demandar más préstamos a los bancos garantizados por el aumento en los precios de sus activos. La demanda de medios fiduciarios aumenta (Bagus 2008b; 2007).

Si las necesidades del comercio no ponen límite a la expansión crediticia, ¿qué pasa con la competencia bancaria? Mises (2001, p. 531) sostiene que la competencia en un sistema bancario con reserva fraccionaria restringiría la expansión crediticia, aunque no la detendría:

*Desde luego, la libertad bancaria no impediría una expansión crediticia lenta y de corto alcance practicada por bancos extremadamente cautelosos que habrían de tener siempre informado al público acerca de su situación financiera...*

En su obra *La teoría del dinero y del crédito* (1997, p. 368) Mises afirma de forma similar que «está claro que la

libertad bancaria per se no puede evitar la vuelta a una política inflacionista.»

Esto es así, porque los bancos con reserva fraccionaria pueden cooperar y expandir el crédito al mismo ritmo, en cuyo caso no pierden reservas frente a sus competidores. Existe un incentivo para expandir el crédito al mismo ritmo, ya que esto permite aumentar los beneficios (Huerta de Soto 2020, pp. 517-522). Y aquellos bancos que no descuenten letras reales perderán cuota de mercado. Este es, básicamente, el argumento de Longfield en su respuesta a Parnell, quien pensaba que las cámaras de compensación restringirían la expansión crediticia. Así, siempre es posible una expansión crediticia coordinada (Bagus y Howden 2010b).

## VI. El descalce de plazos no es la causa del ciclo, y puede ser sostenible y dinámicamente posible

Rallo (2019, pp. 204-05) argumenta que el descalce de plazos, es decir, tomar préstamos a corto plazo e invertir a largo plazo, (y el desajuste de riesgos) es el verdadero origen de las distorsiones en la estructura de la producción y del ciclo económico (y no la expansión crediticia de reserva fraccionaria). Sin embargo, el descalce de plazos en un mercado libre no es un problema, ya que existe un flujo constante de ahorro (a corto plazo) que puede anticiparse correctamente (Bagus (2012), Bagus, Howden y Huerta de Soto (2018), Huerta de Soto (2014, pp. 231-32)). El descalce de plazos en un mercado libre es socialmente beneficioso al aumentar el nivel de vida. Analizaremos estas cuestiones con detalle a continuación.

### 6.1 Error y desajuste en los plazos de vencimiento

El desajuste de vencimientos puede ser excesivo. Como he escrito en otro lugar (Bagus 2010, p. 2):

*a 100 percent reserve system can still bring about artificial booms by maturity mismatching if there is a central bank or government support or guarantees for the banking system.*

En otras palabras, un requisito de reserva del 100% no es suficiente para eliminar los ciclos económicos, porque intervenciones gubernamentales en el sistema financiero podrían causar ciclos económicos. Por ejemplo, la existencia de un

prestamista de última instancia, los rescates gubernamentales y las garantías implícitas o explícitas para el sistema bancario pueden promover un descalce de plazos excesivo. En una economía intervenida, el descalce de plazos excesivo puede causar ciclos de auge y recesión.

Las cosas son diferentes en un mercado libre. Como Bagus y Howden (2010, p. 73) argumentan sobre el caso del mercado libre:

*A financial intermediary might borrow short and lend long by continually rolling over their borrowings, relying on the correct anticipation of the future availability of savings for success. In a free market there is no general reason why one would systematically under- or overestimate the future availability of savings, and thus, the possibility to roll over loans (Bagus 2010).*

De hecho, si no hay intervención gubernamental y riesgo moral causado por el Estado, no hay razón para que los empresarios se equivoquen sistemáticamente y sobreestimen la disponibilidad futura de ahorros. Bagus y Howden concluyen:

*On the free market, there will always be maturity mismatching to some extent as entrepreneurs try to anticipate future savings availability. Arbitrageurs earn a profit by shouldering the risk of mismatching and arbitraging between terms. Excessive maturity mismatching discoordinates the term structure of savings and the term structure of investments (the time structure of individual savings and investment plans). Three phenomena foster excessive (i.e., non-sustainable) maturity mismatching: credit expansion, the existence of a lender of last resort and government bailout guarantees. Excessive maturity mismatching caused by government interventions leads to an unsustainable misalignment of the term structures of savings and investments. As a result, financial institutions unsustainably borrow short and lend long (Bagus and Howden 2010, p. 81).*

En un mercado libre, el descalce de plazos conduce a una caída de los tipos de interés a largo plazo que no es artificial, sino que se basa en la disponibilidad de ahorro a largo plazo. No hay un auge artificial. Por el contrario, un descalce de plazos excesivo promovido por el intervencionismo gubernamental genera un ciclo económico austriaco.

Desde la perspectiva de una institución financiera individual, el descalce de plazos es una actividad arriesgada (Bagus y Howden 2009). El intermediario prevé poder renovar la obligación de deuda a corto plazo en condiciones aceptables. Sin embargo, el intermediario puede cometer un error y encontrarse con que no puede renovar la deuda y no puede encontrar otra fuente de dinero para cumplir con sus obligaciones. En este caso, hay un error empresarial individual. El error revelará entonces una mala inversión individual. Un proyecto de inversión no puede completarse debido a una sobreestimación de los recursos disponibles. Se ha sobrestimado el ahorro futuro, es decir, la voluntad de abstenerse de consumir. La preferencia temporal es mayor de lo que esperaba el empresario.

La sobreestimación de la disponibilidad futura del ahorro es un riesgo que no es exclusivo del descalce de plazos. Incluso en una economía con un ajuste perfecto de los vencimientos, un aumento inesperado de la preferencia temporal social provocará pérdidas y reestructuraciones. Cuando la preferencia temporal aumenta, la estructura productiva se acorta. Algunos proyectos de inversión dejan de ser rentables debido al aumento de la preferencia temporal.

La disponibilidad del ahorro futuro puede estar sobreestimada o subestimada. En un mercado libre, no hay ninguna razón para creer que habrá un error sistemático sobre la disponibilidad del ahorro futuro en una determinada dirección. Los intermediarios pueden equivocarse individualmente, pero no hay razón para que se equivoquen sistemáticamente.

El error individual conducirá a pérdidas individuales, pero no a un auge artificial y a una mala inversión generalizada.

## 6.2 Descalce de plazos en una economía de mercado

Como ya se ha dicho, una enseñanza esencial de la teoría de capital es que el ahorro es necesario para mantener a los propietarios de los factores de producción mientras dura el proceso productivo. No hace falta conseguir el ahorro ya al principio del proyecto de inversión, sino que puede asegurarse durante la vida del mismo. Los empresarios tienen que estimar la disponibilidad del ahorro real futuro, es decir, los bienes presentes disponibles para sostener los factores de producción.

Se pueden terminar con éxito proyectos más largos y ambiciosos que los que se podrían lograr dependiendo solo de los ahorros disponibles al principio del proyecto si se prevé correctamente el flujo de ahorros futuros. Esto implica que, si se prevén correctamente los ahorros futuros, el descalce de plazos permite terminar proyectos más ambiciosos que los que se habrían podido lograr dependiendo únicamente de la financiación con un ajuste de plazos. Como la producción más capital intensiva tiende a ser más productiva (Mises (2001), Böhm-Bawerk (1891)), depender únicamente del ahorro disponible al inicio de un proyecto, reduce la cantidad de proyectos de inversión creadores de riqueza por debajo del nivel que podrían alcanzar de otro modo. El descalce de plazos en un mercado libre es dinámicamente eficiente.<sup>56</sup>

El siguiente ejemplo adaptado de Bagus et al. (2018) ilustra la posibilidad y la ventaja del descalce de plazos en una economía robinsoniana. En una isla hay dos individuos, Robinson y Viernes.<sup>57</sup> Ambos pueden pescar 10 peces al día con sus propias manos. Cada uno de los dos consume los 10 peces al día. Viernes quiere producir un palo afilado, un bien de capital,



que le ayude a aumentar su productividad en la captura de peces. Viernes cree que la producción del palo le llevará 10 días, durante los cuales su producción de pescado baja a un pez por día. También calcula que con el nuevo palo podrá duplicar su producción de pescado hasta 20 peces al día. Robinson tiene ahorrados 100 peces ahumados. Viernes no tiene ahorros y le pide a Robinson un préstamo. Robinson le ofrece un préstamo de 100 peces durante 5 días con un pago de intereses de cinco peces. Aunque Viernes cree que no terminará su proyecto después de cinco días, acepta la oferta, porque cree que Robinson estará dispuesto a renovar el préstamo después de 5 días. Después de los primeros 5 días, Viernes paga los intereses y convence a Robinson para que renueve el préstamo. Así, Viernes puede completar su proyecto. Sin el descalce entre el vencimiento del préstamo y el proyecto de inversión, Viernes no podría haber emprendido su proyecto, porque no se aseguró de antemano los ahorros necesarios. Sin embargo, esperaba que la preferencia temporal de Robinson no cambiara y pudiera renovar el préstamo. Por supuesto, también podría haber buscado otro prestamista si hubiera otros ahorradores en la isla. Como resultado del descalce de plazos, se ha construido un nuevo bien de capital que ha enriquecido a la comunidad de la isla. El hecho de que haya habido descalce de plazos se revela después de que el proyecto esté terminado. De antemano, Viernes no puede saber con certeza cuánto tiempo le llevará encontrar un palo adecuado y producirlo. Debido a la incertidumbre, la posibilidad de descalce de plazos forma parte del proyecto de inversión de Viernes; y de los proyectos de inversión en general, porque su duración en muchas ocasiones es incierta al principio.

Obsérvese que el ejemplo también es válido cuando introducimos un intermediario, Tom, que interactúa entre Robinson y Viernes, de modo que el concepto de prestar a corto e invertir a largo plazo se hace más evidente. Ahora, Tom toma prestados a corto 100 peces de Robinson durante cinco días con

un pago de intereses de 3 peces. A continuación, Tom presta los 100 peces a Viernes por el plazo de 10 días con un pago de intereses de 10 peces. Tom espera que Robinson renueve el préstamo por otros cinco días, o sabe de otros ahorradores a corto plazo en la isla que podrían asumir el papel de Robinson. Tom toma un préstamo a corto plazo y presta a largo plazo. Se involucra en un descalce de plazos. Su empeño es arriesgado, porque Robinson podría no estar dispuesto a renovar el préstamo y podría ser que no se encontrara ningún otro ahorrador que le sustituyera. Sin embargo, si Tom acierta en su previsión de ahorros futuros, es decir, sobre la disponibilidad de pescado ahorrado que podría prestarse y transferirse a Viernes para mantenerlo durante el periodo de producción, entonces el proyecto puede llevarse a cabo. No hay ciclo económico, no hay liquidación, sino que ha surgido un nuevo bien de capital financiado a través del ahorro continuo de la sociedad. Por lo tanto, si la tasa social de preferencia temporal y el ahorro real en curso no cambian, el descalce de plazos tiene éxito y logra una mejor coordinación intertemporal. El descalce de plazos aumenta el bienestar.

En una economía monetaria moderna, las cosas son similares. Imaginemos que un banco pide un préstamo de 3 meses a la persona A para invertir en un proyecto que tarda 1 año en madurar. Después de los tres primeros meses, A recupera su préstamo y decide aumentar su consumo. Pero, ¿es necesario abandonar ahora el proyecto? No, porque otra persona B podría asumir la función del ahorrador, abstenerse de consumir, liberar bienes de consumo para la persona A y conceder un préstamo de 3 meses al banco. Después de otro período de 3 meses, otra persona C podría asumir la función de ahorrador y, por último, una persona D. Entonces el banco puede completar con éxito la financiación del proyecto de inversión.<sup>58</sup> El papel social del descalce de plazos se hace evidente, ya que la estructura de producción se ha vuelto más capital intensiva de lo que habría sido sin el proyecto de inversión. Durante el

tiempo que dura el proyecto, la tasa de preferencia temporal social no ha cambiado. El ahorro real disponible no ha cambiado, solo ha cambiado quién ha asumido el papel de ahorrador. Primero fue la persona A, que aportó el ahorro absteniéndose de consumir, luego fue la persona B, después la C y finalmente la D. Hay muchas formas de transferir el papel de un ahorrador a otra persona. Hay muchas instituciones que facilitan este cambio de ahorradores (Davidson 2014, p. 232). Machlup (1940, p. 21) señala que los mercados de valores facilitan el cambio de propiedad de los títulos de bienes de capital. Por ejemplo, alguien puede utilizar sus ahorros a corto plazo y comprar una acción recién emitida, mantenerla durante un año y venderla a otra persona, que toma el papel del segundo ahorrador. El mercado de valores fomenta la inversión del ahorro a corto plazo, ya que se facilita la transferencia de la propiedad. De este modo, el ahorro a corto plazo queda disponible para el largo plazo (Machlup 1940, p. 24, p. 65; Machlup 1932, p. 284).<sup>59</sup>

No solo la institución del mercado de valores facilita la transferencia de la función de ahorro. Lo mismo ocurre cuando los bonos se revenden después de un corto periodo de tiempo. Los bonos también se pueden volver a emitir y los préstamos se pueden renovar. El cambio de ahorradores también puede hacerse a través de fondos de inversión o fondos de inversión del mercado monetario. Diferentes ahorradores pueden comprar un título en estos fondos, vendiéndolos después cuando quieran aumentar el consumo. Y otros ahorradores que compran los títulos asumen su papel. Estos fondos de inversión pueden renovar continuamente sus inversiones, es decir, comprar nuevos títulos, cuando se devuelven los antiguos. Y lo mismo sucede con la institución del seguro de vida: las compañías de seguro de vida invierten a muy largo plazo, aunque sus asegurados solo les pagan sus primas anualmente.

Tenemos un flujo continuo de ahorros (de diferentes vencimientos desde el punto de vista del ahorrador individual) que

se invierte continuamente a través de los mercados financieros. De este modo, el ahorro individual a corto plazo se convierte en ahorro a largo plazo para el sistema económico.<sup>60</sup> Por tanto, el descalce de plazos no plantea ningún problema, ya que existe un flujo constante de ahorro cuyo nivel global viene determinado por la tasa de preferencia temporal social. Por supuesto, hay que prever los cambios en la tasa de preferencia temporal social.

Es probablemente la perspectiva bancaria individual la que ha llevado a los defensores de la Doctrina de las Letras Reales a creer que el descalce de plazos puede plantear un problema. Y si bien es arriesgado desde la perspectiva de un banco individual, la evaluación cambia cuando se considera el sistema económico en su conjunto, donde los ahorradores individuales continuamente son sustituidos por otros ahorradores.

Como los empresarios pueden estimar correctamente la evolución del ahorro disponible, que viene determinada por la tasa social de preferencia temporal, pueden participar con éxito en el descalce de plazos de los préstamos a corto plazo. Como Davidson (2014, p. 77) señala:

*Consider, next, an economy where only the social time preference is assumed to be constant. The time preferences of individual actors can change, but gross saving is constant over time, as in the ERE. While the composition of the investment vehicles in which these savings are held need not remain the same, the renewal or replacement of those of finite duration with others of equal value—but not necessarily the same duration—must take place, this being the necessary implication of the quantity of gross saving being maintained. With regard to production, some processes are ongoing, others are newly initiated, and yet others are terminated, but gross saving and investment continue to equal each other in quantity—that is, in money value—as capitalist-entrepreneurs freely compete with one another to supply present money, and original factor owners freely compete to demand it.*

Machlup (1940, p. 169) lo expresó de forma similar:

*...the condition for the maintenance of a given level of production, or for the continuance of a production process that have once been started, is merely that there should be a constant absolute volume of current saving. [nota omitida]*

En resumen: El descalce de plazos con una tasa social de preferencia temporal constante, no conduce a un ciclo artificial de auge y caída (Davidson 2014), porque el nivel de ahorro (bruto) se mantiene más o menos constante indefinidamente. La caída del tipo de interés a largo plazo debida al arbitraje refleja la preferencia temporal social real; los tipos de interés del mercado se ajustan a la preferencia del consumidor.

### 6.3 Descalce de plazos frente a la exposición crediticia basada en letras reales sin respaldo de ahorro real

Tras el argumento anterior, se podría plantear la siguiente pregunta: Si el descalce de plazos no provoca sistemáticamente ciclos económicos en una economía libre, ¿por qué la expansión crediticia basada en letras reales sin respaldo de ahorro real provocaría un ciclo económico en una economía libre? Si el descalce de plazos en el mercado libre puede ser beneficioso para la sociedad, ¿no podría serlo también la expansión crediticia en el mercado libre limitada por la cantidad de letras reales?

Uno podría creer que la expansión crediticia sin respaldo solo se vuelve problemática cuando es fomentada por la banca central y las intervenciones del gobierno que conducen a una expansión excesiva del crédito, de la misma manera que argumentamos que solo el desajuste excesivo de los vencimientos conduce a distorsiones intertemporales en la estructura productiva. ¿Podría ser que existiera una expansión crediticia en

letras reales no problemática en el mercado libre, en línea con las preferencias de los consumidores, y una expansión crediticia excesiva basada en letras reales en el marco de la banca central?

Son preguntas buenas y legítimas. El punto más fundamental de estas preguntas es el siguiente: ¿Qué es realmente un mercado libre en la banca?

¿Es realmente un mercado libre sin trabas si se permite la expansión crediticia basada en letras reales sin respaldo? ¿O debe considerarse la posibilidad de la banca con reserva fraccionaria basada en letras reales como un privilegio concedido por el gobierno o como una actividad criminal que viola los principios generales de derecho?

Siguiendo a Huerta de Soto (2020), hemos argumentado que la banca con reserva fraccionaria se basa en contratos inválidos o imposibles de cumplir que no se defenderían en una economía de mercado.<sup>61</sup> De hecho, a los depositarios de otros bienes fungibles, como las almazaras de aceite, los molinos de petróleo o los silos de cereales, no se les permite operar con reservas fraccionarias (Williams 1984). Existe una excepción, es decir, un privilegio, que solo se ha concedido a los bancos (Köhler 2015). Así, mientras que el descalce de plazos no es legalmente problemático, la expansión crediticia (en letras reales) es jurídicamente problemática.

Además de esta diferencia jurídica fundamental, también existen importantes diferencias económicas entre el descalce de plazos y la expansión crediticia con reserva fraccionaria: En primer lugar, con el descalce de plazos la oferta monetaria en su sentido amplio no aumenta, ya que no se crean medios fiduciarios. Sin embargo, la expansión crediticia basada en letras reales aumenta la oferta monetaria, ya que se crean medios fiduciarios.

En segundo lugar, mientras que la expansión crediticia reduce artificialmente los tipos de interés al crear nuevos medios fiduciarios e inyectarlos en el mercado de préstamos, el

arbitraje basado en el descalce de plazos en un mercado libre aplanar la curva de rendimiento, reflejando así con mayor precisión las expectativas sobre la disponibilidad del ahorro futuro (Davidson 2014, p. 86).

En tercer lugar, como hemos visto, los intermediarios financieros que se dedican al descalce de plazos tendrán éxito y la estructura de producción será sostenible si la tasa social de preferencia temporal no cambia significativamente. Por el contrario, la expansión crediticia de reserva fraccionaria con una preferencia temporal constante conduce a una descoordinación intertemporal, porque se crean nuevos medios fiduciarios que se prestan a los empresarios sin un aumento previo del ahorro real. Con la expansión crediticia (basada en letras reales), nadie renuncia a su poder de compra, sino que el prestatario recibe un nuevo poder de compra. Por el contrario, en el descalce de plazos alguien se abstuvo de consumir a corto plazo cediendo poder de compra. La expectativa es que esta posición sea adoptada por otro ahorrador en el futuro. Y, efectivamente, otro ahorrador adoptará esta posición si la tasa de preferencia temporal social se mantiene más o menos constante.

El punto clave es que, con la expansión crediticia basada en letras reales, nadie se abstiene de consumir ni libera recursos para nuevos proyectos de inversión, sino que alguien recibe un nuevo poder adquisitivo en forma de medios fiduciarios recién creados. Los tipos de interés caen por debajo del nivel que habrían alcanzado en caso contrario. Parece que hay más proyectos de inversión rentables que con tipos de interés más altos. Mientras los consumidores siguen consumiendo al mismo ritmo (ya que la tasa de preferencia temporal social permanece constante), los empresarios invierten como si el ahorro real hubiera aumentado. El resultado es una descoordinación intertemporal. Surge un ciclo económico austriaco. La estructura de producción se vuelve demasiado capital intensiva e insostenible porque no hay ahorro adicional para

mantener los proyectos de inversión adicionales. Solo si la tasa de preferencia temporal social cae, y el ahorro real aumenta, la nueva estructura de producción se hará sostenible a posteriori (Bagus y Howden 2010, p. 67). En otras palabras, si después de una expansión crediticia la preferencia temporal social disminuye lo suficiente, es posible que no se produzca una recesión.

Tomemos el siguiente ejemplo como ilustración. Imaginemos un banco con reserva fraccionaria que crea 1000 euros de nuevos medios fiduciarios y descuenta una letra real de un empresario. El empresario libera el capital que antes estaba asignado a la financiación del transporte. Invierte en un proyecto a 10 años (podría ser también un proyecto a 3 meses, no cambia el principio) y paga al final del primer mes a sus trabajadores.<sup>62</sup> Cuando los trabajadores gastan su dinero en bienes de consumo, los precios de los bienes de consumo suben relativamente a los precios de los bienes de capital. La rentabilidad de los proyectos a más corto plazo (en la etapa de consumo y en las etapas próximas al consumo) aumenta en relación con los proyectos a más largo plazo (en las etapas de producción más alejadas del consumo). En consecuencia, el proyecto a 10 años puede ser abandonado. Si esto ocurre sistemáticamente en la economía, se produce una recesión.

Sin embargo, como se ha comentado anteriormente, existe la posibilidad de que la recesión no se produzca. Esto es así, porque los trabajadores podrían aumentar sus saldos de tesorería y retener los medios fiduciarios recién creados sin aumentar su gasto ni haciendo subir los precios de los bienes de consumo. O podrían ahorrar el dinero y prestárselo a la empresa que amortiza la letra real después del tercer mes. O podrían comprar el proyecto de inversión al empresario. En este caso, los trabajadores reducen su consumo y ahorran toda su renta de medios fiduciarios adicionales. Entonces la inversión pasa a estar respaldada por ahorro real. Sin embargo, basta con que los trabajadores solo gasten una parte de los medios



fiduciarios creados por la expansión crediticia de las letras reales en bienes de consumo, para que los precios de los bienes de consumo suban relativamente a los precios de los bienes de capital, manifestándose así una descoordinación intertemporal.

Hayek (2009, p. 378) señala las condiciones para que la expansión crediticia no desencadene un ciclo económico:

*it would also be necessary [para evitar un ajuste de la estructura de la producción, es decir, una recesión] that the increase in incomes [debido al aumento de la expansión crediticia] which would be caused by this increased spending should not lead to any further increase in the demand for consumers' goods and a further increase of their prices. Otherwise the prices of consumers' goods would always keep a step ahead of the prices of factors. That is, so long as any part of the additional income thus created is spent on consumers' goods (i.e. unless all of it is saved), the prices of consumers' goods must rise permanently in relation to those of the various kinds of input. And this, as will by now be evident, cannot be lastingly without effect on the relative prices of the various kinds of input and on the methods of production that will appear profitable.*

Hayek continúa (2009, p. 394):

*All that is required to make our analysis applicable is that, when incomes are increased by investment, the share of the additional income spent on consumers' goods during any period of time should be larger than the proportion by which the new investment adds to the output of consumers' goods during the same period of time. And there is of course no reason to expect that more than a fraction of the new income [created by credit expansion], and certainly not as much as has been newly invested, will be saved, because this would mean that practically all the income earned from the new investment would have to be saved.*

En otras palabras, los nuevos proyectos de inversión financiados por la expansión crediticia solo son sostenibles si la totalidad de los 1.000 euros recién creados se ahorran durante el plazo del proyecto de inversión.<sup>63</sup> Entonces las inversiones están respaldadas por el ahorro real. Si esto ocurre, la proporción que se gasta en bienes de capital aumentará en relación con la proporción de la renta que se gasta en bienes de consumo. Los precios de los bienes de consumo caerán en relación con los precios de los bienes de capital, reflejando la caída de las preferencias temporales. El tipo de interés que se ha reducido debido a la expansión crediticia tiene ahora una razón real para bajar. Como se gasta relativamente más en bienes de capital y relativamente menos en bienes de consumo, los bienes de consumo se liberan para sostener los proyectos de inversión. Los empresarios tienen un mayor poder adquisitivo y pueden controlar una mayor parte de los recursos dedicándolos a la inversión, alejándolos del sector del consumo. En resumen, si los trabajadores no ahorran toda la renta adicional (1.000 euros) y aunque solo gasten una pequeña parte de ella, los precios de los bienes de consumo aumentarán en relación con los precios de los bienes de capital. Este aumento relativo de los precios de los bienes de consumo es uno de los desencadenantes de la recesión en la teoría austriaca del ciclo económico (Huerta de Soto 2020). Solo si se ahorran todos los medios fiduciarios recién creados, esto equivale a una caída de la preferencia temporal y los nuevos proyectos son viables. Así, en el mejor de los casos, la expansión crediticia basada en letras reales podría ser un anticipador de una caída de la preferencia temporal social si los trabajadores ahorraran todos sus ingresos adicionales.

Se podría pensar que en el descalce de plazos ocurre algo similar. En el descalce de plazos, el intermediario anticipa la cantidad de ahorro futuro que estará disponible y en la expansión crediticia basada en letras reales el intermediario haría

lo mismo. En este último caso el intermediario especula que el ahorro real aumente.

Sin embargo, hay diferencias muy importantes. En primer lugar, están las diferencias legales mencionadas anteriormente. El descalce de plazos no es problemático desde el punto de vista legal, mientras que la expansión crediticia con reserva fraccionaria viola los principios generales de derecho. En segundo lugar, el intermediario que se dedica con éxito al descalce de plazos no tiene que asumir una disminución de la preferencia temporal social, porque con preferencias temporales constantes la cantidad (bruta) de ahorro disponible sigue siendo *ceteris paribus* la misma. Sin embargo, la banca con reserva fraccionaria debe asumir una caída repentina de la preferencia temporal en el momento en que amplía el crédito. Además, el banco debe tener en cuenta que otros bancos con reserva fraccionaria podrían ampliar el crédito al mismo tiempo, aumentando así la necesidad de una caída aun mayor en las tasas de preferencia temporal. Howden (2014) sostiene que existe un importante problema de conocimiento, ya que cuanto más lejos esté un banco de la expansión crediticia inicial, más difícil será saber si los préstamos están respaldados por ahorro real o si se trata de una expansión crediticia sin respaldo.

En tercer lugar, una vez devuelto el préstamo a 3 meses en nuestro ejemplo, la cantidad de medios fiduciarios se reduce. Cuando el banco vuelve a dar un nuevo préstamo, entonces todos los medios fiduciarios recién creados tienen que volver a ahorrarse, lo que implica la necesidad de una caída continuada de la preferencia temporal para que los proyectos financiados sean sostenibles. Y existe un incentivo para renovar el préstamo, ya que aumenta sus beneficios en relación con los de otros bancos. Los bancos que no renueven los préstamos y se abstengan de ampliar el crédito sacrificarán beneficios (Huerta de Soto 2020, p. 519; Carilli y Dempster 2001).

En cuarto lugar, efectivamente, los bancos con reserva fraccionaria pueden aumentar los beneficios si cooperan y expanden el crédito al mismo ritmo durante el auge (Bagus y Howden 2011a). En el caso del descalce de plazos, los intermediarios financieros no se benefician de la cooperación y del desajuste excesivo de plazos. Si hay un descalce de plazos excesivo y el ahorro a corto plazo no se anticipa correctamente, los intermediarios que cooperan sufren pérdidas.

## VII. Algunas aclaraciones sobre la Teoría Monetaria de Mises

### 7.1 Un canon incuestionable

En esta sección me gustaría aclarar algunas cuestiones planteadas en el libro de Rallo que se refieren a comentarios y críticas más específicas. Rallo (2019, p. 13) sugiere que el libro de Mises (1912) se ha convertido en «un (casi) incuestionable canon» de la teoría monetaria austriaca. Esta formulación parece sugerir que no se permite ni se ha hecho ninguna reflexión crítica sobre el sistema monetario de Mises.

Sin embargo, la afirmación de Rallo es una tergiversación. Ha habido varias críticas a la teoría monetaria de Mises desde dentro de la escuela austriaca. Por ejemplo, Selgin y White (1996) han argumentado en el *Quarterly Journal of Austrian Economics* a favor de la banca con reserva fraccionaria. Barnett y Block (2005) han argumentado, también erróneamente, que el dinero es un bien de producción. He criticado a Mises por su posición sobre la deflación (Bagus 2003) y la reforma monetaria (Bagus 2008a).

Hülsmann (2012, p. ix) aunque subraya la importancia de la obra de Mises, señala un compromiso crítico con La teoría del dinero y del crédito (cuya traducción literal debería haber sido La teoría del dinero y de los medios financieros):

*As a consequence, for many years, the Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel has been read, studied, criticized, and developed mainly by Mises's own students. F.A. Hayek and Fritz Machlup in the interwar period, and Hans Sennholz, Murray Rothbard, and*

*George Reisman after WWII were first in line. (énfasis del título del libro en el original; el otro énfasis es mío)*

Además de esta crítica, el propio Mises ha cambiado y adaptado su teoría monetaria en *Human Action* (Mises 1949) un hecho que Rallo pasa por alto. Rallo (2019, p. 13) se centra en *La teoría del dinero y del crédito*, como si el pensamiento monetario de Mises no se hubiera desarrollado posteriormente. Esto es bastante desafortunado. ¿Por qué criticar una versión anticuada de la teoría de un autor, si existe una versión más nueva, mejorada y cambiada?

De hecho, el pensamiento monetario de Mises no terminó con *La teoría del dinero y del crédito*, 1a o 2a edición. Hülsmann (2012) explica con detalle las principales diferencias entre la primera y la segunda edición y cómo Mises había cambiado de opinión en varias cuestiones. Y Gertchev (2004) indica que Mises corrigió parte de su análisis monetario en *La acción humana*, donde termina de integrar efectivamente la teoría del valor y del dinero.

Entre las cuestiones sobre las que Mises cambió su opinión se encuentran las siguientes: En *La teoría del dinero y del crédito* Mises considera que el dinero no es un bien independiente sino que solo tiene una utilidad derivada de los bienes que sirve para comprar. Más tarde, esta opinión se corrige en *La acción humana*, donde Mises señala que el dinero se valora y aprecia por sus propios méritos. Además, el teorema regresivo del dinero está mejor fundamentado en *La acción humana*, ya que el proceso de valoración está orientado al futuro y se basa en el poder adquisitivo del pasado. Así, Gertchev (2004, p. 69) sostiene que Mises desarrolla una teoría subjetivista coherente sobre el valor del dinero solo en *La acción humana*.

Hay otras diferencias importantes. En *La teoría del dinero y del crédito* Mises señala todavía algunas ventajas de los medios fiduciarios. Mises considera que la emisión de los medios fiduciarios puede ser beneficiosa para la acumulación de

capital. Por tanto, tiene en general una valoración más positiva de los medios fiduciarios (Gertchev 2004, p. 77). En *La acción humana* Mises concluye que los medios fiduciarios no tienen ninguna ventaja. Sin embargo, sigue considerando que la minería del oro es improductiva, pero es un mal muy menor en comparación con el de los medios fiduciarios (Gertchev 2004).<sup>64</sup>

Además, en *La teoría del dinero y del crédito*, Mises sigue sin dar una respuesta inequívoca sobre las limitaciones a la emisión de medios fiduciarios. En *La acción humana*, Mises ofrece un nuevo análisis de los medios fiduciarios que se apoya en su estudio sobre el cálculo económico, su teoría del interés y su idea de que la economía de mercado se apoya en el sistema monetario (Gertchev 2004).

Asimismo, en sus primeros trabajos Mises considera que la caída de los precios en respuesta a un aumento de la demanda de dinero es problemática debido a ciertas fricciones. En *La acción humana*, Mises aclara que una caída de los precios provocada por un aumento de la demanda de dinero no plantea ningún problema especial en una economía de mercado. Además, la necesidad de ajuste no puede evitarse con un aumento de la cantidad de dinero.<sup>65</sup> Para los empresarios, el movimiento del nivel general de precios no es esencial. Lo importante son las discrepancias entre los precios de venta y los costes individuales.<sup>66</sup>

Otro cambio en el pensamiento de Mises es que en *La teoría del dinero y del crédito* sostiene el austriaco que no hay límite a la expansión crediticia mientras que en *La acción humana* afirma que la banca libre pone límites a la expansión crediticia (Gertchev 2004). Así, Mises corrige partes importantes de su análisis de *La teoría del dinero y del crédito* en su obra posterior *La acción humana*.

Aunque Rallo (2019) cita ocasionalmente *La acción humana*, su enfoque y punto de partida es *La teoría del dinero y del crédito*, como muestra la primera frase de su libro (Rallo

2019, p. 13). Sin embargo, es un error reducir el pensamiento monetario de Mises a La teoría del dinero y del crédito ya que, efectivamente, esta obra temprana contiene cuestiones problemáticas (Gertchev 2004). El tratamiento de Mises en su obra magna es en todas las partes relevantes mejor que en La teoría del dinero y del crédito. Por lo tanto, el enfoque de Rallo (2019) centrado en La teoría del dinero y del crédito no tiene sentido. En su lugar debería haber dirigido su crítica a La acción humana.

## 7.2 La definición de dinero crédito

La presentación que hace Rallo (2019, p. 21) de la definición de dinero crédito de Mises es incorrecta. Rallo sostiene que el dinero crédito es un derecho de cobro propio cuyo valor no deriva de la expectativa de este cobro futuro sino de su utilidad presente como medio de cambio. Pone el ejemplo de un bono del Estado a 10 años que se utiliza como medio de cambio independientemente de la expectativa de cobro. Sin embargo, Mises consideraría más bien que un instrumento muy líquido como un bono gubernamental que se utiliza como medio de pago es un medio de cambio secundario. De hecho, Mises define los medios de cambio secundarios como bienes de gran liquidez, como un bono de primera clase (2001, p. 553). La diferencia entre los sustitutos del dinero (como los medios fiduciarios) y los medios de cambio secundarios es que estos últimos no pueden ser intercambiados por dinero propio a la par en cualquier momento.<sup>67</sup>

Como señala Howden (2022)

*The difference between money and other assets is one of kind, and not only of degree...Money is demanded for its uniqueness. Money [and perfect monetary substitutes] is the only asset that combines*



*both value attributes – on demand availability at par value – in one package.*

Para Mises, el dinero crédito es un medio de cambio generalmente aceptado que evolucionó a partir de sustitutos monetarios que daban derecho a ser canjeados en dinero propio a demanda. Pero luego se suspendía el derecho a reembolso hasta una fecha futura indeterminada. No obstante, estos sustitutos monetarios seguían utilizándose como medio de cambio (2001, 514). Todavía existe la esperanza de que en el futuro se reanude el derecho a reembolso. Si esta esperanza muere, entonces tenemos dinero fiat.

Sobre el dinero crédito, Mises escribe (2001, p. 514)

*Pero cuando, posteriormente, quedó diferido el pago y aplazado sine die el vencimiento, esos créditos perdieron parte del valor que antes tenían, al aparecer dudas sobre la solvencia del deudor o al menos sobre su buena voluntad de pagar. Ya no eran más que débitos sin interés y sin vencimiento definido contra un deudor inseguro. Pese a ello, siendo así que seguían empleándose como medios de intercambio, el valor de los mismos no llegó a descender tanto como lo hubiera hecho tratándose de meras deudas.*

Así, en contraste con la presentación de Rallo, la posibilidad y la expectativa de pago en dinero en sentido estricto sigue siendo esencial para el dinero crédito. Si esa posibilidad cesa, el dinero crédito se convierte en dinero fiat.

### 7.3 ¿Son los sustitutos monetarios bienes presentes?

Rallo (2019, p. 26) sostiene que Mises se contradice con respecto a los sustitutos monetarios. Mises (1997, p. 25) dice primero que los sustitutos monetarios son derechos a otros bienes y no bienes en sí mismos y más tarde Mises (1997, p. 246)

escribe que los billetes de banco son bienes presentes.<sup>68</sup> Como los billetes de banco son sustitutos monetarios, es una contradicción decir que no son bienes (sino derechos) y bienes presentes al mismo tiempo.

Mises habría sido más coherente, de hecho, si hubiera afirmado que los medios fiduciarios son considerados por sus usuarios como sustitutos perfectos de bienes presentes (aunque no sean los bienes en sí mismos, sino solo un derecho a ellos). Así, los sustitutos del dinero actúan como si fueran bienes presentes (y son un derecho a los bienes presentes).

Como se ha comentado anteriormente, los activos financieros implican una transferencia de bienes presentes contra bienes futuros. En cambio, el dinero es un bien presente (Huerta de Soto 2020, pp. 544-45, nota 141). Satisface las necesidades humanas en el presente. Los medios fiduciarios se consideran un sustituto monetario perfecto. No en vano, la M1 universalmente incluye hoy tanto la moneda física como los depósitos a la vista.

Los activos financieros implican que alguien ha renunciado a bienes presentes (dinero) y ha recibido a cambio la promesa de bienes futuros. Un bono, por ejemplo, es un activo financiero que representa un intercambio de bienes presentes por bienes futuros. Cuando se transfiere dinero al emisor del bono, éste recibe dinero y poder adquisitivo, mientras que el comprador renuncia a él. Si el bono también fuera considerado dinero y un bien presente por su portador, entonces tendríamos una duplicación inflacionaria del dinero en circulación (Huerta de Soto 2020, p. 544, nota 140). Esto es exactamente lo que ocurre con la banca con reserva fraccionaria cuando los medios fiduciarios se consideran sustitutos monetarios perfectos.

## 7.4 ¿Es Mises partidario de la teoría cuantitativa de Friedman?

Rallo (2019, pp. 45-46) argumenta que Mises llegó a las mismas conclusiones que Milton Friedman en su *The quantity theory of money - a restatement* (Friedman 1956). Resulta extraño situar a Mises cerca de Milton Friedman en materia monetaria, ya que Mises (2001, p. 487) fue uno de los críticos más acérrimos de la teoría cuantitativa del dinero mecanicista, que Mises criticó por su enfoque holístico y la proporcionalidad entre los cambios en la oferta monetaria y los cambios en los precios.

Rallo argumenta que Mises, al igual que Friedman, asumió la estabilidad de la demanda de dinero, la independendencia de la oferta y la demanda de dinero<sup>69</sup>, la determinación de los tipos de interés por factores no monetarios y una influencia insignificante de los tipos de interés en la demanda de dinero. Es cierto que Mises analizó los efectos de los cambios en la demanda y la oferta de dinero en términos de *ceteris paribus*. Pero utilizar el instrumento de un análisis *ceteris paribus* no implica que Mises pensara que la demanda de dinero sería siempre estable, como parece sugerir Rallo.

También es cierto que, aunque Mises menciona que mantener saldos de tesorería tiene costes en forma de intereses no percibidos (2001, 554), no analiza sus consecuencias con detalle. Sin embargo, no es cierto que Mises no tenga en cuenta los factores monetarios en la determinación del tipo de interés.<sup>70</sup> Afirma que el tipo de interés bruto de mercado tiene varios componentes: un interés originario determinado por la tasa de preferencia temporal social, un componente empresarial, una prima de riesgo y una prima por el cambio del poder adquisitivo esperado (2001, pp. 639-647). Y la prima por el cambio del poder adquisitivo esperado está, por supuesto, influida por factores monetarios. Mises analiza explícitamente los

«efectos de los cambios en la relación monetaria sobre el interés originario». Uno de los puntos principales de Mises es que la inflación monetaria afecta al tipo de interés bruto de mercado, lo que conduce al ciclo económico austriaco (2001, pp. 653-669). Por lo tanto, no es cierto que Mises concluya que los tipos de interés están determinados por factores no monetarios (únicamente). Además, Mises fue un crítico feroz de la ecuación de cambio (2001, pp. 496-497; 1997, pp. 118-120) que defendía Friedman.

## 7.5 El dinero: bien de capital o bien de intercambio

Mises (1997, pp. 57-58) sostiene que el dinero no es un bien de capital. No es un bien de consumo ni de producción. Facilita el intercambio. Rallo argumenta en contra de Mises que el dinero es un bien de capital. Esto enlaza con su argumento de que los medios fiduciarios son activos financieros que ayudan a producir bienes, como otros bienes de capital. Rallo, por tanto, sigue una línea de argumentación defendida también por Walter Block y Bill Barnett (Barnett y Block 2005) que han argumentado antes que él que el dinero es un bien de capital.

Existen importantes diferencias entre los bienes de capital y el dinero. Un aumento de los bienes de capital bien empleados aumenta la producción global de bienes y servicios. En cambio, la función del dinero como tal es facilitar los intercambios y reducir la incertidumbre. Estos son los servicios del dinero. Más dinero no significa que los intercambios se faciliten de forma más eficiente, o que la incertidumbre disminuya y la producción real se dispare. Cuando la oferta monetaria aumenta, los precios tienden a aumentar. Si se añade un cero a todas las unidades monetarias, la oferta monetaria se multiplica por diez. Sin embargo, los intercambios no se vuelven más fáciles. Los precios simplemente suben. Y los saldos de

tesorería reales tampoco aumentan. Por lo tanto, no se reduce la incertidumbre. 71

Un bien de capital es una etapa intermedia en el proceso de producción, que es necesaria para alcanzar el fin último. El dinero no es necesario para alcanzar el fin último, en el sentido de que, sin dinero, no se podría alcanzar el fin último. De hecho, la producción usando diferentes etapas también es posible en una economía de trueque. La introducción del dinero no hace más que facilitar los intercambios, la división del trabajo y propiciar una estructura de producción más compleja. Además, los bienes de capital se consumen durante el proceso de producción. Se transforman en bienes de consumo. Sin embargo, el dinero, aunque facilita la coordinación del proceso de producción, no desaparece. No se transforma en un bien de consumo.

Asimismo, Salerno (2020) nos recuerda que los precios de mercado de los bienes de capital tienden a la suma del flujo de ingresos descontados que produce. A cada bien de capital se le paga por su participación en el proceso productivo: el valor descontado de su productividad marginal (VDPM). ¿Y el dinero? ¿No se le paga su VDPM? De hecho, el dinero no recibe ningún pago. Cuando se pagan todos los bienes de capital y los factores de producción, lo que queda es el beneficio empresarial puro.

Lachmann (1978, pp. 87-88) apoya a Mises en esta cuestión:

*Money is an asset, but it is not a capital good like other elements of a production plan. That it is not, becomes clear as soon as we ask ourselves why and when it is required for carrying out a production project. A cash balance is necessary to buy labour, and current services of capital goods not physically controlled by the planner (water, electric power) during the plan period. But if, as we have to, we regard these services themselves as 'factor services', i.e. elements of the plan, we cannot at the same time treat the money that pays for them as a capital good: we should be guilty of double counting.*

El dinero es el medio de intercambio general que facilita la producción, pero no es un bien de capital.

## 7.6 Teoría regresiva del dinero

Rallo critica a Mises por su teorema regresivo del dinero. Mises sostiene que una mercancía, antes de tener una demanda monetaria, debe tener un precio en la economía del trueque, es decir, debe tener una demanda no monetaria. Además, Mises afirma que la demanda de dinero de hoy se basa en el poder adquisitivo del dinero de ayer. Rallo critica estos dos puntos principales.

En primer lugar, Rallo afirma (p. 138) que la utilidad del dinero consiste en su liquidez, y que un bien puede ser demandado como dinero aunque no tuviera poder adquisitivo en el pasado. Según Rallo lo que realmente importa es la estabilidad esperada del valor del dinero futuro (p. 108) y no su precio pasado.

En segundo lugar, Rallo añade que la demanda de dinero en la actualidad no dependería necesariamente de su poder adquisitivo en el pasado, como afirma el teorema regresivo del dinero, sino de la estabilidad esperada del valor del dinero (liquidez). Rallo afirma que el oro podría haberse convertido en dinero incluso si no hubiera tenido ningún valor de uso no monetario; es decir, si el oro no hubiera sido una mercancía con una demanda no monetaria.

Serrano (2022) dedica un artículo entero a refutar los argumentos de Rallo contra el teorema regresivo, mostrando en detalle los errores de Rallo.

Serrano plantea la pregunta razonable de cómo puede ser que un bien sin poder adquisitivo pueda tener un valor estable. ¿Cómo se puede detectar si un bien tiene un valor estable (buena liquidez), si el bien no tiene precio? Es fácil ver que tal empeño es imposible. Un bien debe tener poder adquisitivo

antes de poder establecer la estabilidad de su precio. Sin conocer el precio (pasado) de un bien no se puede establecer que su precio sea estable. Así pues, la demanda de dinero se basa en su poder adquisitivo pasado. El poder adquisitivo pasado del dinero es el punto de partida para la expectativa del poder adquisitivo futuro del dinero. Sin ese punto de partida, la expectativa sobre el precio del dinero flotaría en el aire.

Serrano también aborda el argumento de que el oro podría haberse convertido en dinero sin un valor de uso no monetario. Señala que, sin un valor de uso no monetario, el oro no habría sido un bien, sino solo una cosa. Las cualidades del oro, como la escasez, la transportabilidad, los costes de producción, habrían sido desconocidas. El oro tenía que ser una mercancía con propiedades conocidas antes de poder tener una demanda monetaria. Así, un bien debe tener un valor no monetario para convertirse en dinero.

Por último, hay que aclarar que el teorema regresivo de Mises no trata de una necesidad histórica o de un determinismo. Simplemente afirma que la demanda de un bien como medio de cambio debe basarse en una determinada utilidad no monetaria. Y que la demanda de dinero se basa en la experiencia del precio o poder adquisitivo del dinero en el pasado.

## Conclusión

Aunque también sigue montando el «caballo muerto» de la banca con reserva fraccionaria, George Selgin en 1989 hizo la siguiente declaración prospectiva sobre la Doctrina de las Letras Reales:

*«...it would be a mistake to think of the real-bills doctrine as a ‘dead horse.’ The dead horses of economic theory have a habit of suddenly springing back to life again, which is why it is necessary to beat them even when they appear lifeless.» Selgin (1989, p. 489).*

Una crítica a la teoría monetaria de Mises de Rallo es un intento de resucitar el cadáver del «caballo muerto» de la Doctrina de la Letras Reales. En su versión idiosincrásica de la escuela bancaria y con referencias a Antal Fekete, Rallo combina las «necesidades del comercio», «la ley del reflujo» y la Doctrina de las Letras Reales para atacar el enfoque de Ludwig von Mises basado en la escuela monetaria.

Los defectos y errores de Rallo son numerosos y están relacionados con los fundamentos de la ciencia económica. Al igual que Keynes, Rallo deduce de la igualdad de activos y pasivos en los balances de los bancos que los bancos con reserva fraccionaria se dedican a la intermediación crediticia genuina. Confunde los incrementos de los saldos de tesorería en medios fiduciarios con el ahorro genuino.

Rallo aporta tres argumentos neoclásicos (monetaristas e incluso keynesianos) a favor de un sistema bancario de reserva fraccionaria basado en letras reales. En primer lugar, dicho sistema evitaría una deflación por incrementos en los saldos



de tesorería. Tal deflación de precios traería problemas de coordinación debido a la rigidez de los precios. En segundo lugar, lograría la estabilidad de los precios, lo que sería ventajoso porque facilitaría la previsión empresarial. En tercer lugar, reduciría los costes innecesarios de un estándar metálico puro.

Los tres argumentos fallan. (1) No sólo la deflación por un incremento en los saldos de tesorería ejerce una importante función social que se ve perturbada por la producción de medios fiduciarios. Tampoco es necesario luchar contra la deflación causado por un incremento en la demanda de dinero con el aumento de los medios fiduciarios, porque los precios pueden ajustarse, y de hecho lo hacen, de acuerdo con las necesidades y preferencias de los participantes en el mercado. Ignorar los ajustes de precios y centrarse en los ajustes de cantidades es típico del pensamiento keynesiano.

Una visión mecanicista del proceso de fijación de precios induce a Rallo a creer que las rigideces de los precios causan problemas, a pesar de que los precios se predican, renegocian y ajustan dinámicamente todo el tiempo. El cambio de los precios relativos en una deflación por incrementos en la demanda monetaria proporciona una importante información sobre los precios. Una estabilización mediante inyecciones de dinero adicional distorsiona esa información.

(2) Una política de estabilización de los precios en respuesta a un aumento de la demanda de dinero es desestabilizadora al bajar los tipos de interés de forma artificial y provocar un auge insostenible. Además, el origen y la evolución del dinero no vienen acompañados de la estabilidad de los precios, sino que suelen venir acompañados de fuertes aumentos del poder adquisitivo del bien que evoluciona hacia el dinero.

(3) Cualquier norma monetaria conlleva costes subjetivos de mantenimiento. Los participantes en el mercado deben decidir si están dispuestos a asumir estos costes. No se puede decir que un estándar monetario elegido por individuos que

interactúan libremente en un mercado libre tenga unos costes demasiado elevados desde el punto de vista científico.

Rallo cree que la oferta de dinero debe regularse de tal forma que la oferta siga a la demanda de dinero. Al argumentar en los términos agregados del enfoque de equilibrio monetario, no puede apreciar los procesos de ajuste microeconómico que conllevan los cambios individuales en la demanda de dinero.

También invoca instrumentos y conceptos neoclásicos poco realistas, como la elasticidad e inelasticidad de las curvas de demanda y oferta y una utilidad marginal constante del dinero. Sostiene que la oferta monetaria flexible de un sistema bancario con reserva fraccionaria basado en letras reales permite que la oferta monetaria se ajuste a la demanda agregada de dinero y establezca el nivel general de precios. Sin embargo, cuando la demanda de dinero aumenta, la intensidad del aumento puede variar entre los individuos. Los individuos utilizarán estrategias subjetivas para conseguir mayores saldos de tesorería absteniéndose de comprar determinados bienes y servicios o aumentando sus ventas de determinados bienes y servicios. Esto implica cambios en los precios relativos y ajustes de precios en toda la estructura productiva. La demanda del dinero nunca sube por parte de todos los individuos por igual.

El cambio en la demanda de dinero también puede venir acompañado de un cambio en la tasa de la preferencia temporal social. Todos estos cambios y ajustes de los precios relativos permanecen ocultos al observar la oferta y la demanda agregadas de dinero. Además, el aumento de la oferta de dinero a través de la producción de medios fiduciarios no llega directamente a los individuos que demandan un mayor saldo de tesorería.

El uso de instrumentos neoclásicos típicos explica que Rallo emplee argumentos bien conocidos que se han aplicado para justificar la intervención del gobierno en los asuntos monetarios. Los críticos neoclásicos de las propuestas de reforma

monetaria austriaca afirman que la deflación por aumentos en la demanda de dinero causaría problemas debido a la rigidez de los precios y que, por lo tanto, el banco central debe garantizar el aumento de la oferta monetaria. Los críticos también argumentan que hay una falta de estabilidad en los procesos de mercado y que el gobierno es necesario para estabilizar el sistema de mercado. Además, los críticos afirman que un dinero de libre mercado conlleva unos costes en recursos demasiado elevados. Aunque Rallo invoca los tres argumentos, no presenta al gobierno como la solución. Más bien ve la solución en un sistema bancario que descuenta letras reales (y que opere con el privilegio gubernamental de mantener la reserva fraccionaria).

La Doctrina de las Letras Reales es un «caballo muerto» bastante antiguo. La idea de relacionar la oferta monetaria con la producción real se remonta a John Law y Adam Smith. Los antibullionistas desarrollaron aún más la Doctrina de las Letras Reales, recibiendo críticas demoledoras. La más importante señala que la Doctrina de las Letras Reales vincula la oferta monetaria a una variable nominal, a saber, el valor de mercado de los bienes de consumo, que a su vez no es independiente de la oferta monetaria. Cuando la Doctrina de las Letras Reales era una práctica bancaria común, se produjeron numerosas crisis bancarias. La Doctrina de las Letras Reales también implica un giro objetivista que se aleja de la economía del valor subjetivo. Distingue entre una expansión crediticia productiva (basada en letras reales) y la expansión crediticia improductiva o especulativa (basada en títulos en bolsa). Analizando la propia versión de la teoría bancaria de Rallo, tal como la presenta en su crítica a Mises, encontramos que no distingue entre títulos de bienes presentes y títulos de bienes futuros. Para él, ambos son activos financieros. Su dicotomía entre activos reales y activos financieros no le permite ver los problemas inherentes a la banca con reserva fraccionaria. Declara que los medios fiduciarios son activos financieros. Sin

embargo, los medios fiduciarios son títulos sobre el dinero que es un bien presente. Y los títulos de bienes presentes pueden ejercer la misma función que los propios bienes presentes, como es el caso de los medios fiduciarios que funcionan como sustitutos perfectos del dinero en sentido estricto.

La emisión de los medios fiduciarios da lugar a una doble disponibilidad y a distorsiones intertemporales de los precios cuando los medios fiduciarios se inyectan primero en los mercados de préstamos. Sin embargo, la clasificación de Rallo le hace creer que la tenencia de activos financieros es una forma de ahorro. Y como considera que los medios fiduciarios son activos financieros, llega como un autómatas a la conclusión de que un aumento de los medios fiduciarios implica un aumento del ahorro. Sin embargo, el dinero no es un activo financiero. Y como los medios fiduciarios son sustitutos perfectos del dinero, los medios fiduciarios tampoco son activos financieros. Mientras que la compra de activos financieros, como las acciones y los bonos, implica la renuncia al poder adquisitivo (y el intercambio de bienes presentes por bienes futuros), la posesión de medios fiduciarios no implica una renuncia al poder adquisitivo.

Tener un saldo de tesorería no es ahorrar, aunque economistas como John Maynard Keynes, George Selgin o Juan Ramón Rallo caigan en este error. El ahorro es la reducción del gasto de consumo y se manifiesta en bienes de consumo, que pueden ser utilizados para sostener a los propietarios de los factores de producción involucrados en la producción de bienes de capital. El ahorro debe estar disponible hasta el final del proceso de producción y no solo hasta el final menos 30 días (que es un plazo de letras reales).

La idea principal de la teoría del capital es que la producción conlleva tiempo. Los propietarios de los factores de producción deben mantenerse durante todo el proceso de producción. Esta idea es una de las principales diferencias entre la Escuela Austriaca y las escuelas macroeconómicas como las

de keynesianos, monetaristas o la de los defensores de la Doctrina de las Letras Reales como Rallo.

La tenencia de medios fiduciarios no crea más bienes de consumo. La demanda de medios fiduciarios (demanda de dinero) puede aumentar y el ahorro real disminuir. En otras palabras, un aumento de la demanda de dinero es compatible con un aumento de la preferencia temporal, mientras que los defensores de la Doctrina de las Letras Reales siempre lo interpretan como un aumento del ahorro.

En el análisis de la Escuela Neo-bancaria también es reveladora la distinción artificial entre el tipo de descuento y el tipo de interés. Esto permite a la Escuela Neo-bancaria argumentar que la expansión crediticia basada en letras reales solo reduce la tasa de descuento o los tipos de interés a corto plazo y no los tipos de interés a largo plazo, lo que apoya su afirmación de que con el tipo correcto de expansión crediticia no habría distorsiones en la estructura productiva. Sin embargo, los mercados de crédito están interconectados y la inyección de medios fiduciarios en los mercados de crédito afecta a toda la curva de rendimientos, reduciendo también los tipos de interés a largo plazo. Lo esencial no es la calidad o el tipo de préstamo que se crea con la expansión crediticia, sino la cantidad de la misma. El crédito siempre encuentra su camino hacia los proyectos de inversión que se consideran más rentables.

Con carácter adicional, la Escuela Neo-bancaria y Rallo cometen el error de utilizar el argumento de las «necesidades del comercio». Sin embargo, el sistema bancario no se limita a responder pasivamente a los aumentos de la producción de bienes reales, sino que puede afectar endógenamente a la demanda de préstamos bajando los tipos de interés o los criterios de concesión de crédito. La demanda de préstamos no es independiente del tipo de interés y la oferta monetaria.

Rallo no solo no ve los problemas de la banca con reserva fraccionaria basada en letras reales. También cree erróneamente que el descalce de plazos es un problema en un mercado libre.

Sin embargo, el vencimiento del ahorro no es esencial, ya que siempre puede haber ahorradores a corto plazo que se sustituyan sucesivamente entre sí. Lo que es esencial para sostener la producción es el flujo y la cantidad de ahorro real bruto. El descalce de plazos puede sostener una estructura de producción de forma sostenible y ser dinámicamente eficiente. Estimar la disponibilidad futura del ahorro es, en efecto, una actividad empresarial típica e importante. En la práctica del descalce de plazos, alguien está ahorrando y renunciando a su poder adquisitivo a corto plazo, mientras que con la expansión crediticia basada en letras reales nadie renuncia a su poder adquisitivo mientras la oferta monetaria aumenta.

Para terminar con una nota positiva: el trabajo de Rallo retrata bien las diferencias entre la teoría monetaria austriaca desarrollada por Mises y la teoría de la Escuela Bancaria desarrollada por Fekete y el propio Rallo. Tiene el mérito de ofrecer un resumen bien elaborado del libro de Mises *La teoría del dinero y del crédito*, aunque con los graves equívocos que hemos discutido. El libro consigue empujar al lector a escudriñar sus argumentos. Tiene la virtud de obligar al lector crítico a profundizar y reexaminar algunos conceptos básicos, como la naturaleza del dinero, la demanda de dinero, los tipos de interés, la deflación de precios, el ahorro real y la teoría del capital. Por desgracia, el libro se equivoca en todos y cada uno de estos conceptos básicos.

Así, la teoría de Rallo adolece de importantes defectos y carencias. Lo más importante es que hay un malentendido o descuido de la teoría del capital. No hay necesidad de una oferta monetaria flexible. De hecho, una oferta monetaria flexible en el sentido de la Doctrina de las Letras Reales trae inevitablemente fuerzas que causan un ciclo económico. El punto crucial es que la expansión crediticia en letras reales crea poder adquisitivo sin la renuncia al poder adquisitivo por parte de otra persona. Sin un ahorro previo, las siguientes

inversiones con este poder adquisitivo recién creado son insostenibles y desestabilizadoras.

El intento de resucitar el cadáver de la doctrina de las letras reales ha fracasado. La teoría de Rallo es errónea y la teoría del dinero, la banca y el capital de Mises y los austriacos se mantiene firme. El resurgimiento del «caballo muerto» de las letras reales nos ha obligado a reexaminar, aclarar y elaborar algunos de los elementos básicos de la teoría.

# Bibliografía

Ahamed, Liaquat. 2016. *Die Herren des Geldes: wie vier Bankiers die Weltwirtschaftskrise auslösten und die Welt in den Bankrott trieben*. 3. Auflage. München: FBV.

Akhtar, M. A. 1995. «Monetary Policy and Long-Term Interest Rates: A Survey of Empirical Literature.» *Contemporary Economic Policy* 13 (3): 110–30. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7287.1995.tb00727.x>.

Anderson, Benjamin M. 1979. *Economics and the Public Welfare: A Financial and Economic History of the United States, 1914-1946*. 2d ed. Indianapolis: Liberty Press. Edición española, Unión Editorial, Madrid 2020.

Bagus, Philipp. 2003. «Deflation: When Austrians Become Interventionists.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 6 (4): 19–35.

— 2006. «Five Common Errors about Deflation.» *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política* 3 (1): 105–23. <https://doi.org/10.52195/pm.v3i1.347>.

— 2007. «Asset Prices: An Austrian Perspective.» *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política* 4 (2): 57–94.

— 2008a. «Monetary Reform and Deflation – A Critique of Mises, Rothbard, Huerta de Soto and Sennholz.» *New Perspectives on Political Economy* 4 (2): 131–37.

— 2008b. «Monetary Policy as Bad Medicine: The Volatile Relationship between Business Cycles and Asset Prices.» *The Review of Austrian Economics* 21 (4): 283–300. <<https://doi.org/10.1007/s11138-008-0042-8>>.

— 2009. «The Quality of Money.» *Quarterly Journal of Austrian Economics*, no. 4: 24.



- 2010. «Austrian Business Cycle Theory: Are 100 Percent Reserves Sufficient to Prevent a Business Cycle?» *Libertarian Papers* 2 (2): 1–18.
- 2011. *The Tragedy of the Euro*. 2.<sup>a</sup> ed. Eastbourne, East Sussex: Terra Libertas.
- 2012. «Austrian Business Cycle Theory: Are 100 Percent Reserves Sufficient to Prevent a Business Cycle?» *Procesos de Mercado* 9 (1): 389–410.
- 2015a. *In Defense of Deflation*. Vol. 41. Cham: Springer International Publishing, Cham. <<https://doi.org/10.1007/978-3-319-13428-4>>.
- 2015b. «The Quality of Monetary Regimes.» In , edited by Per Bylund and Per Howden, 19–34. *The Next Generation of Austrian Economics – Essays in Honor of Joseph Salerno*. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.
- 2016. «A Comparison of Direct Investment of Savings and Cash Building of Savings: A Response to Alexandru Patruti.» *Quarterly Journal of Austrian Economics* 19 (4): 359–75.
- Bagus, Philipp, Amadeus Gabriel, y David Howden. 2016. «Reassessing the Ethicality of Some Common Financial Practices.» *Journal of Business Ethics* 136 (3): 471–80. <<https://doi.org/10.1007/s10551-014-2525-9>>.
- 2018. «On the Necessary and Sufficient Conditions for Legitimate Banking Contracts.» *Journal of Business Ethics* 147 (3): 669–78. <<https://doi.org/10.1007/s10551-015-2972-y>>.
- Bagus, Philipp, y David Howden. 2009. «The Legitimacy of Loan Maturity Mismatching: A Risky, but Not Fraudulent, Undertaking.» *Journal of Business Ethics* 90 (3): 399–406. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0050-z>.
- 2010a. «The Term Structure of Savings, the Yield Curve, and Maturity Mismatching.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 13 (3): 64–85.
- 2010b. «Fractional Reserve Free Banking: Some Quibbles.» *Quarterly Journal of Austrian Economics* 13 (4): 29–55.

- 2011a. «Still Unanswered Quibbles with Fractional Reserve Free Banking.» *The Review of Austrian Economics* 25 (2): 159–71. <https://doi.org/10.1007/s11138-011-0163-3>.
  - 2011b. «Unanswered Guibbles: George Selgin Still Gets it Wrong With Fractional Reserve Free Banking.» *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política* 8 (2): 83–111.
  - 2011c. «Monetary Equilibrium and Price Stickiness: Causes, Consequences and Remedies.» *The Review of Austrian Economics* 24 (4): 383–402. <https://doi.org/10.1007/s11138-011-0151-7>.
  - 2012. «The Continuing Continuum Problem of Deposits and Loans.» *Journal of Business Ethics* 106 (3): 295–300. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0996-5>.
  - 2013. «Some Ethical Dilemmas of Modern Banking.» *Business Ethics* (Oxford, England) 22 (3): 235–45. <https://doi.org/10.1111/beer.12025>.
  - 2016. «The Economic and Legal Significance of ‘Full’ Deposit Availability.» *European Journal of Law and Economics* 41 (1): 243–54.
  - 2022. «Consumer Rights and Banking Contracts.» *Journal of Banking Regulation*, January. <https://doi.org/10.1057/s41261-021-00185-x>.
- Bagus, Philipp, David Howden, y Walter Block. 2013. «Deposits, Loans, and Banking: Clarifying the Debate.» *The American Journal of Economics and Sociology* 72 (3): 627–44. <https://doi.org/10.1111/ajes.12023>.
- Bagus, Philipp, David Howden, y Amadeus Gabriel. 2015. «Oil and Water Do Not Mix, or: Aliud Est Credere, Aliud Deponere.» *Journal of Business Ethics* 128 (1): 197–206. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2087-x>.
- 2017. «The Hubris of Hybrids.» *Journal of Business Ethics* 145 (2): 373–82. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2884-x>.
- Bagus, Philipp, David Howden, y Jesús Huerta de Soto Ballester. 2018. «Entrepreneurial Error Does Not Equal Market Failure.» *Journal of Business Ethics* 149 (2): 433–41. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3123-9>.
- Barnett, William II, y Walter Block. 2005. «Money: Capital Good, Consumers’ Good, or (Media of) Exchange Good?» *The Review of*

- Austrian Economics 18 (2): 179–94. <https://doi.org/10.1007/s11138-005-6826-1>.
- Barnett, William II, y Walter E. Block. 2004. «On the Optimum Quantity of Money.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 7 (1): 39–52.
- Block, Walter, y William II Barnett. 2022. «On Salerno on Money as a Capital Good.» *StoriaLibera. Rivista di Scienze Storiche e Sociali* 8 (16): 10–24.
- Böhm-Bawerk, Eugen von. 1881. *Rechte Und Verhältnisse Vom Standpunkt Der Volkswirtschaftlichen Güterlehre*. Innsbruck: Verlag der Wagner'schen Universitäts-Buchhandlung.
- 1891. *The Positive Theory of Capital*. London; New York: Macmillan and Co. Traducción española, Ediciones Aosta, Madrid 1998
- Cachanosky, Nicolás, y Peter Lewin. 2016. «An Empirical Application of the EVA® Framework to Business Cycles.» *Review of Financial Economics* 30 (September): 60–67. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2016.06.006>.
- Cantillon, Richard. 2017. *Essay on the Nature of Commerce in General*. 1st ed. London: Routledge Ltd. <<https://doi.org/10.4324/9781351311526>>.
- Carilli, Anthony M., y Gregory M. Dempster. 2001. «Expectations in Austrian Business Cycle Theory: An Application of the Prisoner's Dilemma.» *The Review of Austrian Economics* 14 (4): 319–30. <<https://doi.org/10.1023/A:1011985113936>>.
- Chandler, Lester V. 1958. *Benjamin Strong, Central Banker*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Davidson, Laura. 2014. «The Economic Consequences of Loan Maturity Mismatching in the Unhampered Economy.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 17 (1): 67–91.
- Friedman, Milton. 1956. «The Quantity Theory of Money: A Restatement.» In *Studies in the Quantity Theory of Money*, 3–41. Chicago: University of Chicago Press.
- Gertchev, Nikolay. 2004. «Dehomogenizing Mises's Monetary Theory.» *Journal of Libertarian Studies* 18 (3): 57–90.
- Hauwe, Ludwig van den. 2006. «The Uneasy Case for Fractional- Reserve Free Banking.» *Procesos de mercado*, 143–96. <<https://doi.org/10.52195/pm.v3i2.340>>.

- Hayek, Friedrich. 1931. Prices and Production. London: Routledge.  
 <[https://ebookcentral.proquest.com/lib/\[SITE\\_ID\]/detail.action?docID=5425690](https://ebookcentral.proquest.com/lib/[SITE_ID]/detail.action?docID=5425690)>. Edición española, Unión Editorial, Madrid 1996.
- Hayek, Friedrich A. v. 1928. «Das Intertemporale Gleichgewichtssystem Der Preise Und Die Bewegungen Des 'Geldwertes'.» *Weltwirtschaftliches Archiv* 2: 36–76.
- 1933. *Monetary Theory and the Trade Cycle*. London: Jonathan Cape Limited.
- Hayek, Friedrich A. von. 1996. *La desnacionalización del dinero*. Barcelona: Folio.
- 2008. *Prices and Production and Other Works: F.A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard*. Edited by Joseph Joseph. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- Hayek, Friedrich A. von, y Stephen Kresge (ed.). 1999. *Good Money*. Liberty fund paperback ed. The Collected Works of F.A. Hayek, v. 5-6. Indianapolis: Liberty Fund.
- Herbener, Jeffrey. 2002. «Ludwig von Mises on the Gold Standard and Free Banking.» *Quarterly Journal of Austrian Economics* 5 (1): 67–91.
- Hoppe, Hans-Hermann. 1994. «How Is Fiat Money Possible? Or, the Devolution of Money and Credit.» *The Review of Austrian Economics* 7 (2): 49–74. <<https://doi.org/10.1007/bf01101942>>.
- Hoppe, Hans-Hermann, Jörg Guido Hülsmann, y Walter Block. 1998. «Against Fiduciary Media.» *Quarterly Journal of Austrian Economics* 1 (1): 19–50. <<https://doi.org/10.1007/s12113-998-1001-8>>.
- Howden, David. 2022. «Defining Money.» Working Paper, Unpublished.
- Huerta de Soto, Jesús. 2004. «La Teoría de La Eficiencia Dinámica.»
- Procesos de mercado: *Revista Europea de Economía Política* 1 (1): 11–71. <<https://doi.org/10.52195/pm.v1i1.372>>.
- 2014. «Conferencia Sobre 'Lincoln y La Unión...Europea' (Con una crítica a la denominada 'Teoría de Liquidez').» En *Ensayos de Economía Política*, 229–40. Madrid: Unión Editorial.
- 2020. *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Séptima edición. Madrid: Unión Editorial.

- 2021. «Economic Effects of Pandemics - An Austrian Analysis.» Mises Wire (blog). April 1, 2021. <<https://mises.org/wire/economic-effects-pandemics-austrian-analysis>>.
- Hülsmann, Guido. 1996. Logik Der Währungskonkurrenz. Ein Versuch Auf Der Grundlage Einer Kantischen Interpretation von Unsicherheit Und Institutionen. Essen: Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft.
- Hülsmann, Jörg. 2012. «The Early Evolution of Mises's Monetary Thought.» In Theory of Money and Fiduciary Media. Essays in Celebration of the Centennial. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.
- Hülsmann, Jörg Guido. 1998. «Toward a General Theory of Error Cycles.» The Quarterly Journal of Austrian Economics 1 (4): 1–23.  
<<https://doi.org/10.1007/s12113-998-1024-1>>.
- 2000. «Banks Cannot Create Money.» The Independent Review 5 (1): 101–10.
- 2009. «The Demand for Money and the Time-Structure of Production.» In Property, Freedom and Society: Essays in Honor of Hans-Hermann Hoppe, edited by Jörg Guido Hülsmann and Stephan Kinsella, 309–24. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.
- 2012. «Introduction.» In Theory of Money and Fiduciary Media. Essays in Celebration of the Centennial, vii–xv. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.
- Humphrey, Thomas M, y Richard H Timberlake. 2019. Gold, the Real Bills Doctrine, and the FED: Sources of Monetary Disorder 1922-1938. Washington, D.C.: Cato Institute.
- Hutt, William H. 1977. The Theory of Idle Resources: A Study in Definition. 2d ed. Indianapolis: Liberty Press.
- Keynes, John M. 1936. The General Theory of Employment, Interest, and Money. New York: Harcourt Brace.
- 1965. Teoría General de La Ocupación, El Interés y El Dinero. 7th ed. Mexico: Fondo de Cultura Económica.
- Köhler, Michael. 2015. Humes Dilemma - Oder: Das Geld Und Die Verfassung: «Geldschöpfung» Der Banken Als Vermögensrechtsverletzung. Berlin: Duncker & Humblot.

Lachmann, Ludwig M. 1978. *Capital and Its Structure*. 2. ed. Kansas City: Sheed Andrews and MacMeel.

Machlup, Fritz. 1932. «The Liquidity of Short-Term Capital.» *Economica*

37: 271–84.

— 1940. *The Stock Market, Credit and Capital Formation*. London: William Hodge and Company.

— 1970. «Euro-Dollar Creation: A Mystery Story.» *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review* 23 (94): 219–60.

Mints, Lloyd W. 1945. *A History of Banking Theory in Great Britain and the United States*. Chicago: University of Chicago Press.

Mises, Ludwig von. 1912. *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*. München: Duncker & Humblot.

— 1928. *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*. Jena: Gustav Fischer.

— 1949. *Human Action: A Treatise on Economics*. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.

— 1997. *La teoría del dinero y del crédito*. Traducción de Juan Marcos de la Fuente. Madrid: Unión Editorial.

— 2001. *La acción humana: tratado de economía*. 6.<sup>a</sup> ed. Madrid: Unión Editorial (15.<sup>a</sup> edición de 2023).

Mousten Hansen, Kristoffer J. 2021. «Are Free Market Fiduciary Media Possible? On the Nature of Money, Banking, and Money Production in the Free Market Order.» *Quarterly Journal of Austrian Economics* 24 (2): 286–316.

Murphy, Robert P. 2021. *Understanding Money Mechanics*. Auburn, Alabama: Mises Institute.

Rallo Julián, Juan Ramón. 2014. «Las Malas Críticas de Sean Corrigan a La Doctrina de las Letras Reales.» JuanRamón Rallo (blog). 2014. <https://juanramonrallo.com/las-malas-criticas-de-sean-corrigan-a-la-doctrina-de-las-letras-reales/>.

— 2019. *Una crítica a la teoría monetaria de Mises: un replanteamiento de la teoría del dinero y del crédito dentro de la Escuela Austriaca de Economía*. Madrid: Unión Editorial.

Rothbard, Murray N. 1978. «Austrian Definitions of the Supply of Money.» In *New Directions in Austrian Economics*, edited by Louis M. Spadaro, 143–56. Kansas City: Sheed Andrews and McMeel.

Rothbard, Murray Newton. 2001. *Man, Economy, and State: A Treatise on Economy Principles*. Rev. ed. Auburn, Ala: Ludwig von Mises Institute.

— 2013. *La gran depresión*. Madrid: Unión Editorial.

Salerno, Joseph. 2020. «Why You Should Read Human Action—Very Carefully.» *MisesWire* (blog). August 16, 2020.

<<https://mises.org/wire/why-you-should-read-human-action-very-carefully>>.

Salerno, Joseph T. 1987. «The ‘True’ Money Supply, A Measure of the Supply of The Medium of Exchange in the U.S. Economy.» *Austrian Economics Newsletter* 6 (4): 1–6.

— 2012. «A Reformulation of Austrian Business Cycle Theory in Light of the Financial Crisis.» *Quarterly Journal of Austrian Economics* 15 (1): 3–44.

— 2021. «Is There Such a Thing as Good Inflation?» *Mises Wire* (blog). June 25, 2021. <<https://mises.org/library/there-such-thing-good-inflation>>.

Say, Jean Baptiste. 1964. *A Treatise on Political Economy*<br>. New York: Augustus M. Kelley.

Schumpeter, Joseph A. 1954. *History of Economic Analysis*. London: George Allen & Unwin.

Selgin, George. 1989. «The Analytical Framework of the Real-Bills Doctrine.» *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE) / Zeitschrift Für Die Gesamte Staatswissenschaft* 145 (3): 489–507.

Selgin, George, y Lawrence White. 1996. «In Defense of Fiduciary Media.»

*Quarterly Journal of Austrian Economics* 9 (2): 83–107.

Serrano, Joel. 2022. «La liquidez frente al teorema de la regresión del dinero: Una crítica a J. R. Rallo.» *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, 19 (1), pp. 63-96.

<<https://doi.org/10.52195/pm.v19i1.776>>.

Smith, Adam. 1937. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. New York: Random House.

Somary, Felix. 1930. *Bankpolitik*. 2nd ed. Tübingen: J.C.B. Mohr (Paul Siebeck).

Strigl, Richard von. 2000. *Capital & Production*. Auburn, AL: Ludwig Von Mises Institute.

Thornton, Henry. 1978. *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Edited by Friedrich A. v Hayek. Fairfield: Augustus M. Kelley.

Williams, Jeffrey C. 1984. «Fractional Reserve Banking in Grain.» *Journal of Money, Credit and Banking* 16 (4): 488.

<<https://doi.org/10.2307/1992186>>.

Zhu, Joy. 2013. «Federal Reserve Reform Act of 1977.» *Federal Reserve History* (blog). 2013. <<https://www.federalreservehistory.org/essays/fed-reform-act-of-1977>>.



# Anexo:

## Porqué el teorema regresivo del dinero no es lógicamente defectuoso

*Philipp Bagus y Joel Serrano*

1. Planteamiento general: el teorema de la regresión se mantiene incólume

El teorema regresivo de Ludwig von Mises pertenece al núcleo de la teoría monetaria austriaca. Su desarrollo en Mises (1912) permitió integrar la teoría del valor y la teoría monetaria y resolver un problema importante para los teóricos monetarios. El problema era el siguiente: el poder adquisitivo del dinero se explica haciendo referencia a la demanda de dinero. Demandamos dinero, y esto da lugar al poder adquisitivo del dinero. Al mismo tiempo, se explica la demanda de dinero haciendo referencia a su poder adquisitivo. Cuando el poder adquisitivo del dinero es alto, tendemos a demandar menos dinero para mantenerlo como saldo de tesorería, y cuando el poder adquisitivo del dinero es bajo, demandamos más dinero. Parecía haber un razonamiento circular, ya que la demanda de dinero determina su poder adquisitivo, y su poder adquisitivo determina su demanda.

Mises resuelve este problema señalando que se explica el poder adquisitivo actual del dinero haciendo referencia a la demanda actual de dinero. Y la demanda de dinero actual se explica haciendo referencia a la expectativa del poder adquisitivo del dinero en el futuro, que a su vez se basa en el poder

adquisitivo del dinero del pasado inmediato. (1949/2007, p. 491) Este es el famoso teorema regresivo del dinero, del que Mises señala rápidamente que no implica una regresión infinita. La regresión termina en la fecha en que el precio de una mercancía estaba determinado únicamente por la demanda no monetaria o industrial. Así, una implicación del teorema regresivo del dinero es que todo dinero debe evolucionar a partir de una mercancía con un precio sobre el que se construye la primera demanda monetaria.

Mises insiste en la naturaleza de este teorema: El teorema regresivo del dinero no es histórico, sino teórico. Es una ley apodíctica, a priori, basada en la praxeología.<sup>1</sup> Sin embargo, en el pasado reciente algunos economistas como North (2012) o White et al. (2014) han dudado de este carácter praxeológico del teorema regresivo del dinero. El hecho de que el teorema describa pasos a través del tiempo induce a estos economistas a interpretar erróneamente que el teorema constituye una interpretación histórica o una historia conjetural, en lugar de una teoría a priori. Otro ejemplo reciente es Rallo (2019), que fue criticado por Serrano (2022a). Rallo (2023) ofrece una defensa de sus puntos de vista. Las páginas siguientes son una réplica a Rallo (2023).

Rallo sostiene que el teorema regresivo del dinero es lógicamente defectuoso. En su opinión, aunque fuera probable que el dinero evolucionara a partir de una mercancía con una demanda no monetaria previa, esto no sería necesariamente así. La cuestión de si el dinero evoluciona a partir de una mercancía o no sería una cuestión empírica.

En concreto, Rallo sostiene que un objeto puede tener una demanda monetaria, aunque no tenga poder adquisitivo previo. Por lo tanto, la regresión no necesariamente tendría que terminar en un bien que tenga una demanda no monetaria. Simplemente, alguien podría especular con la posibilidad de que un objeto hasta ahora despreciado se convirtiera en el futuro en dinero y, en base a esa especulación, lo demandaría

monetariamente. Por lo tanto, no sería lógicamente necesario que el dinero evolucionara a partir de un bien con una demanda no monetaria.

En primer lugar, en relación con los economistas que sugieren que el teorema regresivo del dinero es una conjetura histórica, hay que decir que aunque el teorema regresivo trate de un proceso que necesariamente se desarrolla en el tiempo eso no implica que sea de naturaleza histórica. Puede haber necesidades lógicas y praxeológicas implicadas en los distintos procesos. Y el teorema de la regresión es una de ellas. Como señala Hansen (2019, pp. 36-37), a partir de un hecho histórico como es, por ejemplo, que una persona haya tenido un padre, se puede deducir que el padre nació antes que esa persona. Esta deducción está referida a un proceso temporal, pero es de necesidad lógica, como lo es que el dinero deba provenir de un bien que ha tenido una demanda no monetaria previa.

El teorema regresivo de dinero es de necesidad lógica. Veamos el ejemplo de Rallo de una persona que demanda un objeto que no tiene uso ni demanda monetaria porque especula que este objeto se convertirá en dinero. Para que esto suceda necesita que otros demanden también este objeto y se establezca finalmente una demanda monetaria. Esta persona debe especular sobre qué cantidad estarán dispuestos a pagar los demás. Esa cantidad dependerá del poder adquisitivo del bien. Sin embargo, el objeto planteado por Rallo no tiene poder adquisitivo, puesto que no tiene demanda no monetaria. Por tanto, no hay ningún precio en el que se pueda basar la demanda monetaria.

Siempre basamos nuestra predicción del poder adquisitivo del dinero en la estructura de precios. A grandes rasgos, sabemos cuál era el precio de la leche, la mantequilla, las manzanas o el gas en euros en el día de ayer. Basándonos en este conocimiento de la estructura de precios del pasado nos formamos una expectativa de los precios del futuro y

demandamos dinero. Sin estos precios no tendríamos ninguna base, ningún ancla para la demanda monetaria Mises.<sup>2</sup> Imaginemos que todos los agentes económicos olvidaran los precios pasados de los bienes y servicios denominados en euros. Y además, se borrarán todas las cuentas históricas del poder adquisitivo del euro. Entonces nadie tendría una base para sus expectativas sobre el poder adquisitivo de los euros que tiene en sus bolsillos. No habría base para una demanda monetaria de los billetes de euro. Los agentes económicos tendrían que inventar toda una estructura de precios en términos de euros.

Diseñar una estructura de precios de la nada es algo que sólo Dios sería capaz de hacer, pero en ningún caso el ser humano. En tal situación los billetes de euro no podrían convertirse en dinero. Los euros sólo son dinero hoy porque están históricamente conectados a un dinero mercancía a través de una cadena histórica de precios. Cuando se suspendió el pago en metálico de los sustitutos monetarios del oro (definitivamente en 1971) y se estableció efectivamente una moneda fiduciaria, la gente siguió utilizando la moneda basando su demanda de dinero en el poder adquisitivo del pasado. Pero si el conocimiento de los precios del pasado hubiera desaparecido por arte de magia el día en que se suspendió el pago en metálico, entonces la demanda monetaria se habría desplomado debido a la falta de una base para la demanda. Aunque algunos agentes económicos hubieran especulado que los billetes de dólar se convertirían en dinero, nadie tendría ni idea de su poder adquisitivo.

La situación es diferente para los bienes y servicios no monetarios, porque su valor procede de la satisfacción directa de las necesidades. Aunque por arte de magia se olvidaran los precios pasados de las manzanas, la gente seguiría demandándolas, porque satisfacen sus deseos.<sup>3</sup> Esta satisfacción de necesidades es la base de la demanda. Con el dinero es diferente, ya que sus servicios dependen de su poder adquisitivo.

Cuando no hay poder adquisitivo, entonces no hay base para la demanda monetaria.<sup>4</sup>

Pero no hace falta imaginar que el conocimiento de los precios pasados desapareciera por arte de magia. Mises cita el caso de una nueva mercancía que llega por primera vez al mercado, como sucedió con los primeros aparatos de radio. No hay precios pasados, pero este hecho es irrelevante para los consumidores. Éstos se fijan en los servicios que les proporciona el aparato de radio y lo demandan en función de dichos servicios. Una vez más, esto es imposible en el caso del dinero, porque sus servicios dependen del poder adquisitivo.

Rallo, para reforzar su argumento de que un objeto puede convertirse en dinero sin tener una demanda no monetaria, recurre a una analogía. Elige como ejemplo una cosa que en un principio no era utilizada por nadie y luego es demandada por primera vez, el petróleo. Argumenta que alguien podría haber especulado con que el petróleo se convertiría en el futuro en un bien económico debido a sus características, que lo podrían hacer útil, por ejemplo, como combustible. En ese caso, el especulador habría demandado algo que no tenía demanda previa. El petróleo era solo una cosa que se convierte en un bien gracias al ingenio humano. Sin embargo, el mismo razonamiento que Mises aplicó a los objetos que aparecen a la venta por primera vez como bienes de consumo (los aparatos de radio) se puede aplicar igualmente al caso del petróleo. La gente demanda el nuevo aparato debido a los servicios que espera recibir de ese bien y el especulador, por su parte, demanda el petróleo por el mismo motivo.

No hay analogía entre el petróleo y el caso del dinero, ya que los servicios del dinero dependen de su poder adquisitivo; los del petróleo no. Y, como ya hemos visto, el poder adquisitivo del dinero solo puede establecerse mediante una demanda no monetaria previa.

El petróleo, en particular, es un factor de producción o un bien de capital. Presta servicios en un proceso productivo que da

lugar a bienes de consumo. El petróleo se demanda en función del valor descontado de su productividad marginal, es decir, de su contribución en el proceso de producción de bienes de consumo. Por el contrario, el dinero no es un bien de capital al que pueda imputarse un valor descontado de su productividad marginal. Mientras que en el caso del petróleo existe un valor descontado de su productividad marginal que funciona como base de su demanda, en el caso de un objeto sin demanda no monetaria simplemente no existe valor descontado de su productividad marginal. Es lógicamente imposible.

Es decir, el error que comete Rallo al pensar que el teorema regresivo del dinero no es lógicamente necesario está conectado con su creencia de que el dinero es un bien de capital o un bien de orden superior (2019, p. 216). Por supuesto, es cierto que el dinero es productivo, en el sentido amplio de que una economía monetaria facilita los intercambios y la división del trabajo. Pero el dinero no tiene valor descontado de su productividad marginal.

Cada factor de producción tiende a recibir su contribución al proceso productivo, ya sea el petróleo, el trabajo, o la maquinaria. Durante el proceso productivo, un empresario se pregunta: si añado una hora de trabajo específico o un litro de petróleo, ¿cuánto aumentará la producción y a qué precio se podrá vender en el futuro? De esta manera, estima el valor de la productividad marginal de cada factor al final del proceso productivo y, descontándolo para el presente, llega al valor descontado de la productividad marginal. Este último constituye el límite máximo que podrá pagar el empresario por cada factor, si no quiere incurrir en pérdidas.

El dinero no es un factor de producción o un bien de capital<sup>5</sup> que se consuma en el proceso de producción. El dinero facilita la compra de los distintos factores de producción (salarios, materias primas, maquinaria, etc.) con anterioridad a la producción misma y siendo ajeno a esta. No tiene ningún sentido que el empresario se pregunte: si añado una unidad de dinero

a mi proceso productivo, ¿cuánto aumenta el producto final? Evidentemente, si a un proceso productivo le añade un euro, el proceso productivo no cambia en absoluto. Solo cambia si ese euro lo invierte en incrementar los factores de producción. Por ejemplo, puede añadir un euro para comprar un litro de petróleo más. A ese litro de petróleo extra le podrá asignar una productividad marginal (y un valor descontado de la productividad marginal), pero no podrá asignársela al mismo tiempo al euro que le permitió comprar el litro de petróleo. Esa productividad marginal no se puede adjudicar dos veces.

El dinero es una institución social, una pauta de comportamiento. Otras instituciones sociales como el lenguaje, el derecho o la moral pueden aumentar la productividad global de una sociedad de la misma manera que lo hace el dinero. Sin embargo, no se puede atribuir a estas instituciones ningún valor descontado de su productividad marginal. No tienen un propietario que reciba el valor descontado de su productividad marginal (como lo recibe el trabajador, el propietario del petróleo o de la maquinaria), sino que son sólo esquemas de comportamientos pautados que reducen la incertidumbre. Como las instituciones no son bienes de capital, la analogía de Rallo falla. El dinero no tiene un valor descontado de su productividad marginal que pueda servir de base a la demanda de un objeto sin demanda no monetaria.

Por último, afirma Rallo que «no existe ninguna imposibilidad lógica para que un objeto que no sea un bien económico en  $t=-1$  devenga bien económico dinero en  $t=0$ , tampoco en el caso del dinero». Esta idea planteada por Rallo no solo resulta absurda e incoherente desde nuestro punto de vista, sino también desde el suyo propio. En su libro *Una crítica a la teoría monetaria* de Mises, sostiene que «los activos reales relativamente más líquidos, intra e intertemporalmente, de una economía devendrán dinero» (2019, p. 106). Idea que confirma más adelante cuando dice que el dinero «es todo activo real que, debido a su superior estabilidad de valor, los agentes

económicos emplean para intermediar...» (p. 108). Es decir, en opinión de Rallo, el dinero es el activo relativamente más líquido y con una estabilidad de valor superior al resto de activos. Sin embargo, para poder llegar a esa circunstancia de liquidez y estabilidad relativamente superiores, el dinero habrá tenido que pasar por un proceso en el que ha despuntado por encima del resto de mercancías. Un proceso que, necesariamente, se desarrolla en el tiempo. Por lo tanto, no es aceptable admitir la posibilidad de que un objeto que no sea bien económico en  $t=-1$  sea la mercancía relativamente más líquida (dinero) en  $t=0$ . En el mismo sentido, tampoco es razonable afirmar, como hace Rallo, que «un objeto sí puede ser demandado como dinero en  $t=0$  aun careciendo de poder adquisitivo en  $t=-1$ ». En definitiva, debemos rechazar estas pretensiones simplemente recurriendo a ese elemento esencial de la acción humana que es el tiempo. Las acciones siempre conllevan tiempo. En la acción humana no es admisible la instantaneidad (y mucho menos en los procesos sociales).

## 2. La imposibilidad lógica de un bien con valor de cambio y sin valor de uso

Según sostiene Rallo, el bien económico que se convierte en dinero «podría ser simplemente una mercancía sin otro valor de uso que su propio valor de cambio». Con ello pretende demostrar que, «desde la perspectiva de la lógica de la acción, el teorema regresivo del dinero de Mises es erróneo».6

En nuestra opinión, la defensa de la posible existencia de un bien con valor de cambio y sin valor de uso sólo es posible si se olvida o tergiversa el significado de los conceptos valor de uso y valor de cambio. Por ese motivo, en primer lugar se explicarán estos conceptos en detalle. A continuación, se demostrará paso a paso y siguiendo la lógica de la acción humana que no es posible la existencia de un bien al que se otorgue valor de cambio, si no ha tenido antes valor de uso. Esta



demostración certificará que el teorema regresivo del dinero es apodícticamente impecable. Además, esta demostración nos permitirá afirmar que la teoría de la liquidez defendida por Rallo está construida sobre arenas movedizas. También nos indicará que, sea cual sea el ángulo desde el que se aborde esta teoría de la liquidez, una vez que se analiza en detalle y se llega hasta sus fundamentos más básicos se desmorona de forma irremediable.

## *2.1 Introducción a los conceptos de valor de uso y valor de cambio*

Comencemos con la explicación de los conceptos valor de uso y valor de cambio según Carl Menger (1871/2009, p. 290) y Eugen von Böhm-Bawerk (1898/1998, pp. 279-80). El valor de uso de un bien es la importancia subjetiva que tiene un bien para el actor debido a las necesidades que le permite satisfacer. El valor de cambio de un bien es la importancia subjetiva que tiene un bien para el actor debido a que le permite obtener otros bienes. Según estas definiciones el valor de uso de una manzana, por ejemplo, puede ser la satisfacción subjetiva que permite su consumo. Y su valor de

cambio es la capacidad subjetivamente estimada de cambiar la manzana por otros bienes que satisfacen alguna necesidad. A efectos prácticos, la diferenciación entre valor de uso y valor de cambio no tiene demasiado sentido, ya que ambos valores son subjetivos y es evidente que el ser humano cuando actúa solo puede guiarse por una única valoración subjetiva (solo puede existir una valoración subjetiva de determinado bien en determinado momento). En efecto, el resultado de nuestra lucha interior es una única valoración subjetiva que engloba y sintetiza todas las opciones tenidas en cuenta. Es esta valoración la que nos conduce a actuar. Las opciones tenidas en

cuenta pueden ser agrupadas poniendo el énfasis en el uso de un bien o poniéndolo en el posible cambio por otros bienes, pero esto no nos puede hacer olvidar que la razón que motiva la valoración y, por tanto, la acción es la satisfacción de nuestras necesidades. Ello no es óbice para decir que, a nivel analítico y como recurso explicativo, los conceptos valor de uso y valor de cambio tienen mucho potencial, como se podrá comprobar enseguida.

## *2.2 Análisis de los conceptos de valor de uso y valor de cambio*

Resulta un poco extraño que más de cien años después de lo escrito por los maestros austriacos se siga hablando de los conceptos valor de uso y valor de cambio. Sin embargo, parece ser que es necesario, pues estos conceptos siguen provocando mucha confusión. De hecho, Rallo, ya avanzado el siglo XXI, en lugar de utilizar siempre el concepto valor de cambio en sentido subjetivo (de forma coherente y alineada con la teoría subjetiva del valor iniciada por Menger y desarrollada por los economistas de la Escuela Austriaca), lo utiliza a menudo en sentido objetivo.

Sobre el valor de uso o el valor de cambio debe quedar muy clara una cosa, estos valores se demuestran siempre mediante la acción. Si no hay acción, no podemos afirmar que exista realmente una valoración en ninguno de estos sentidos. Esto no quiere decir que los valores de uso y de cambio no sean apreciados por el sujeto con anterioridad a la acción, pero ni siquiera el propio sujeto puede estar seguro de cuál es su valoración final hasta que actúa en determinado sentido.

Si nos centramos en el valor de cambio podemos darnos cuenta de que este valor es apreciado por el sujeto ex ante (es decir, antes de que suceda el cambio esperado, que no es otro que el intercambio o la venta del bien en determinadas condiciones). La existencia de esa consideración subjetiva previa

que es el valor de cambio de un bien se exterioriza y se demuestra cuando el sujeto pone a la venta el bien. En el momento en el que ese sujeto logra vender su mercancía, se materializa el resultado perseguido por la acción (la venta del bien). La acción de poner a la venta el bien ya incorporaba en sí misma el valor de cambio que era apreciado subjetivamente por el vendedor (independientemente de cuál sea el resultado final de esa acción). De hecho, es posible que el vendedor no logre vender su mercancía hasta que rebaje mucho su precio, lo que sin duda tendrá como consecuencia que ya no le otorgue a ese bien el mismo valor de cambio que le otorgaba con anterioridad. En todo caso, queda claro que no se puede confundir valor de cambio y precio, ni tampoco pensar que el valor de cambio pueda ser objetivo.

Siguiendo a Menger, podríamos ir un poco más allá y decir que únicamente una presunción realista de la venta permite a un sujeto otorgar valor de cambio a un bien, pues es lo único que puede llevarle a pensar con seguridad que gracias a ese bien podrá satisfacer sus necesidades. Cualquier presunción disparatada no le permitirá otorgar valor de cambio a un bien, a lo sumo engañarse (e. g., presumir que un décimo de lotería será agraciado con el primer premio, no permite a su poseedor otorgarle valor de cambio como billete premiado, aunque exista la posibilidad de que resulte premiado). Menger considera que valor de intercambio es la significación que adquieren para nosotros aquellos bienes cuya posesión nos garantiza de una manera indirecta la satisfacción de necesidades. Es decir, que gracias a esos bienes a los que otorgamos valor de cambio obtenemos (de forma indirecta) el mismo resultado que de aquellos bienes a los que otorgamos valor de uso: una satisfacción presuntamente segura de nuestras necesidades. Y esto es precisamente lo que se valora (en ambos casos). El hecho de que Menger ponga como condiciones de posibilidad de la existencia de valor de uso o valor de cambio la garantía y la seguridad nos indican muy a las claras que esa presunción

realista de la venta solo puede estar basada en intercambios ya acaecidos. Por ejemplo si vendes mantequilla o colchones a un precio competitivo y con una calidad standard puedes asumir razonablemente que tu mantequilla o tus colchones tienen valor de cambio (puedes otorgarles valor de cambio). Lo mismo con cualquier producto ya existente que tenga demanda de mercado y del que se conozcan los precios de intercambio.

¿Quiere esto decir que la esperanza, la especulación y las expectativas no son importantes y no pueden ser valoradas? En absoluto. Es indudable que estos criterios se tienen en consideración al actuar y, por tanto, se valoran. De hecho, como veremos más adelante, la esperanza, la especulación y las expectativas se pueden considerar casos particulares de valor de uso. Estaríamos de nuevo ante casos que son comparables, en parte, al billete de lotería del ejemplo anterior. Y esa parte comparable es que, mientras solo haya esperanza, especulación o expectativas, únicamente se podrá apreciar valor de uso (concedemos cierto valor de uso a gastar un dinerillo en la lotería, por si «suena la flauta» o por si le toca a nuestros compañeros de trabajo y no a nosotros, y esto nos lleva a aceptar pagar por un billete de lotería 20 euros). Pero, por definición, la esperanza, la especulación y las expectativas no pueden tener valor de cambio.

Esta idea suscitará a buen seguro varias preguntas. ¿Qué valor de uso concreto puede tener una mera expectativa? Puede tener varios valores de uso. Evidentemente, tiene un valor de uso psicológico. Si la esperanza de alcanzar determinado objetivo puede llevarnos a actuar para conseguirlo, las expectativas favorables refuerzan nuestra determinación de proseguir con el proyecto (y al contrario en el caso de expectativas desfavorables). Desde otro punto de vista muy diferente, las expectativas podrían traducirse, por ejemplo, en un valor de uso financiero (una start up podría recibir financiación en base a la expectativa de ventas de sus nuevos productos). Esto

será aún más claro si pensamos en la posible venta de la citada start up antes de que logre llevar al mercado esos nuevos productos. Pero, ¿no se podría decir entonces que las expectativas de esta empresa tienen valor de cambio para sus accionistas? Si tenemos en mente la definición de valor de cambio, la respuesta debe ser negativa. Es innegable que los accionistas de una empresa pueden vender su modelo de negocio antes incluso de ponerlo en marcha y de que comience a dar resultados. Ahora bien, la venta de la empresa y el beneficio que de ella obtengan los accionistas no cambia el hecho de que aquello que «venden» y que el comprador aprecia en el proyecto empresarial naciente es el valor de uso de las expectativas, y no un valor de cambio que todavía no es posible apreciar en los nuevos productos. Si trasladamos las ideas expuestas sobre el valor de uso y el valor de cambio al momento del surgimiento de un bien tan novedoso como Bitcoin, algo que suele hacer Rallo de una forma un tanto sesgada, nos daremos cuenta de que, en aquel momento, este bien todavía no permitía satisfacer las necesidades de forma indirecta (no era posible utilizarlo como medio de intercambio y ni siquiera era posible otorgarle valor de cambio). Por supuesto, era posible depositar en Bitcoin ciertas esperanzas, atribuirle determinadas expectativas e incluso demandarlo especulativamente. La especulación, la esperanza y las expectativas no son más que valoraciones subjetivas del ser humano que son tenidas en cuenta al actuar. Estas valoraciones son, por tanto, valoraciones praxeológicas. El análisis económico comienza a partir de este tipo de valoraciones subjetivas. El problema de la interpretación de Rallo estriba en que les atribuye valor de cambio, es decir, no entiende o no acepta que la especulación, la esperanza y las expectativas solo pueden ser valor de uso.

Dice Rallo (2023): «Serrano trata de rescatar el teorema regresivo calificando como utilidad no monetaria presente lo que es, en realidad, la expectativa presente de su utilidad monetaria futura»[las cursivas son añadidas].Efectivamente,

estamos de acuerdo con Rallo en que la utilidad monetaria solo podía ser futura (pues en ese momento no existía la posibilidad de usar Bitcoin como medio de intercambio indirecto), sin embargo, la expectativa de su utilidad monetaria futura y otras expectativas que no quiere reconocer Rallo<sup>7</sup> estaban muy presentes. Aquellos que niegan que la esperanza, la especulación o las expectativas sean un valor de uso deberían preguntarse por qué conceden valor de uso a un mero adorno y, sin embargo, no hacen lo mismo con sus expectativas o esperanzas (e. g., la esperanza de que un bien como Bitcoin se convierta en dinero, la esperanza de que le quite el dinero de las manos al Estado o la expectativa de una gran revalorización). ¿Acaso esas expectativas no pueden dar satisfacción psicológica a diversos tipos de necesidades de la misma manera que los adornos dan satisfacción psicológica a necesidades relacionadas con el disfrute del placer estético?

*[La praxeología] es mucho más que una mera teoría del «aspecto económico» del esfuerzo humano por mejorar su bienestar material. Es la ciencia de toda forma de acción humana. La elección determina todas las decisiones del hombre. Cuando realiza su elección, el hombre elige no sólo entre diversos bienes y servicios materiales; cualquier valor humano, sea el que sea, entra en el campo de su opción. Todos los fines y todos los medios —las aspiraciones espirituales y los materiales, lo sublime y lo despreciable, lo noble y lo vil— se ofrecen al hombre a idéntico nivel para que elija, prefiriendo unos y repudiando otros. Nada de cuanto los hombres aprecian o rechazan queda fuera de esa única elección. La teoría moderna del valor venía a ampliar el horizonte científico y a ensanchar el campo de los estudios económicos. De la economía política elaborada por la escuela clásica emergía la teoría general de la acción humana, la praxeología. (Mises, 1949/2007, pp. 3-4)*

### *2.3 Un bien con valor de cambio y sin valor de uso*

Rallo admite la posibilidad de que existan bienes que tengan valor de cambio sin tener o haber tenido valor de uso. Pero hay que decirle que tal cosa no es posible. Podría existir un bien al que se le apreciara valor de cambio y valor de uso y que, con el tiempo, perdiera este último. Sin embargo, no sería posible que alcanzara valor de cambio sin haber tenido antes valor de uso. Veamos el porqué.

Como se desprende de lo dicho hasta ahora, el valor de cambio se lo otorgamos a aquellos bienes que son valorados por otras personas y que nosotros hemos decidido dedicar al intercambio. Es por ese motivo, por el que precisamente les otorgamos valor de cambio, porque dada su aceptación en el mercado consideramos que podremos cambiarlos con otras personas y satisfacer así nuestras necesidades. El valor de cambio procede del hecho de satisfacer nuestras necesidades de esa forma indirecta. Ahora bien, surge aquí una gran duda. Hemos dicho que esas otras personas valoran el bien que nosotros ofrecemos. Pero ¿qué sucede si lo valoran únicamente por su valor de cambio?, ¿no es entonces posible un bien con valor de cambio y sin valor de uso? Por el bien del argumento, aceptemos esa posibilidad y analicemos la situación.

Si a un bien se le aprecia valor de cambio, pero nadie le aprecia valor de uso, ¿de dónde procedería el valor de cambio? En este caso, el valor de cambio que se le aprecia en un momento dado se basaría, por un lado, en el conocimiento de que ese bien ha sido ya valorado y comprado por otras personas (pongamos por caso el día anterior) y, por otro lado, en el traslado de esa idea al futuro (i. e., en la suposición de que ese bien podrá seguir vendiéndose en el futuro). Pero el día anterior nos encontraríamos en la misma situación. Y el valor de cambio del día anterior se basaría igualmente en el valor de cambio apreciado el día anterior, y así sucesivamente. Por tanto, esto nos conduciría a una supuesta regresión infinita. Y

decimos supuesta porque tal cosa no es posible, ese valor de cambio no puede haber estado basado siempre en otro valor de cambio, pues el cambio en sí tuvo que comenzar en algún momento. Esto solo nos deja una posibilidad y es que, en efecto, el valor de cambio en ese momento inicial tuvo que estar basado, necesariamente, en el hecho de que otras personas valoraran ese bien debido a su uso directo (i. e., debido a la utilidad que apreciaban directamente en él). En definitiva, la idea de un bien con valor de cambio y sin valor de uso resulta absurda.

Como se habrá podido constatar, la anterior deducción resulta similar a la llevada a cabo por Mises con su teorema de la regresión del dinero. Pero no es que sea solo similar, es que es la esencia del teorema de la regresión. El hecho de explicar el teorema de esta manera un tanto diferente a lo acostumbrado tal vez ayude a evitar muchas de las ambigüedades que se suelen deslizar en referencia al teorema y a los conceptos valor de uso y valor de cambio.

El análisis efectuado permite darse cuenta de lo absurdo que resulta que Rallo admita la posibilidad de la existencia de un bien con valor de cambio sin haber tenido antes valor de uso y pretendiendo, además, que lo hace «desde la perspectiva de la lógica de la acción». A lo largo de la historia, el ser humano actúa para cambiar una situación peor por una mejor, está en su naturaleza hacerlo así. Con esta intención, se sirve de diferentes bienes a los que concede un determinado valor de uso. Con la evolución de las sociedades llegarán los intercambios directos de bienes (el trueque). Ese nuevo tipo de acción humana tendrá el mismo objetivo, dar una mejor satisfacción a sus necesidades. Por ese motivo, únicamente se efectuarán los intercambios si los bienes que se reciben se valoran más que los que se entregan (o, interpretado de una forma más general, si se considera que la situación tras el cambio será más satisfactoria que sin el intercambio). Esto nos permite deducir que, en el momento en que comienza la costumbre



del trueque, el ser humano solo podía valorar la utilidad directa apreciada en los bienes (el valor de uso). Es decir, dado que anteriormente no existía la práctica del intercambio de bienes, no era posible otorgar valor de cambio a ningún bien. Hasta el momento en que aparece el trueque, los objetos a los que no se apreciaba valor de uso eran simplemente desechados. La aparición del trueque implica, por tanto, el descubrimiento paulatino del valor de cambio (determinados objetos permiten satisfacer las necesidades indirectamente, a través de su intercambio por otros bienes que las satisfacen directamente). Esto no tiene nada que ver con el intercambio indirecto. En efecto, el intercambio indirecto sería un descubrimiento posterior facilitado por la constatación de que unos determinados bienes se vendían mucho mejor que otros. Estos bienes más fácilmente vendibles comienzan a usarse como medios de intercambio indirecto y la culminación de este proceso es el nacimiento del concepto dinero (un medio de intercambio común o generalmente aceptado). Este concepto emerge de una realidad consumada previamente (la utilización generalizada de un intermediario de los intercambios). Con la exposición de este proceso histórico y con las deducciones lógicas efectuadas, lo único que se pretende decir es que el uso siempre antecede al cambio.

Analicemos de nuevo la posibilidad de la existencia de un bien con valor de cambio y sin valor de uso, defendida por Rallo, partiendo ahora de la idea de poder adquisitivo. En los inicios de una economía de trueque es inconcebible la idea del poder adquisitivo de un bien (=valor de cambio). Según se acerca el momento del descubrimiento del intercambio indirecto (i. e., en una economía de trueque avanzada), comienza a ser concebible tal idea, pero solo en referencia a los bienes más vendibles (los potenciales medios de intercambio), que no son sino los bienes más apetecidos y utilizados (i. e., aquellos que son apreciados por su valor de uso por muchos miembros de la sociedad). En una economía moderna, con un

sistema de precios monetarios en vigor que relaciona a todos los bienes entre sí, nos encontramos ya con la idea de poder adquisitivo perfectamente asentada y asociada casi en exclusiva al dinero. El poder adquisitivo del dinero es confirmado continuamente por el establecimiento de precios de intercambio. Mientras los precios son objetivos (en cuanto dato histórico de intercambios ya consumados), el poder adquisitivo es solo una suposición que se debe confirmar continuamente. En definitiva, ya sea en una economía de trueque o en una economía monetaria, a los bienes económicos únicamente se les puede otorgar un valor de cambio subjetivo. Esto es aplicable igualmente al dinero, en su condición de bien económico. El poder adquisitivo del dinero es el valor de cambio subjetivo que la práctica generalidad de sus usuarios le otorga. Y se lo otorgan precisamente porque todos tienen a su disposición y como referencia los continuos precios de intercambio que se dan en el mercado. Pero de nuevo surge aquí la gran duda. Si a los bienes se les puede apreciar un valor de cambio subjetivo, ¿no quiere eso decir que podría aparecer un nuevo bien que tuviera desde el momento de su «nacimiento» un valor de cambio, pero no un valor de uso? Avanzamos ya que tal cosa no es posible. Veamos cómo llegamos a esta conclusión.

A ese hipotético bien con valor de cambio, pero sin valor de uso, y cuya posible existencia defiende Rallo, solo se le podría apreciar valor de cambio de dos maneras (recordemos que valor de cambio es la significación que adquieren para nosotros aquellos bienes cuya posesión nos garantiza la satisfacción indirecta de necesidades). La primera, en intercambio directo por otros bienes (que se corresponde con las circunstancias descritas en este apartado para la economía de trueque o para la supuesta regresión infinita). Como hemos visto, cualquiera de los dos casos implica el valor de uso y echa por tierra la hipótesis de Rallo. Y la segunda forma de apreciarle valor de

cambio sería en intercambio indirecto a través del dinero existente (un dinero que mediante el sistema de precios pone en relación a todos los bienes entre sí). Pero esta segunda opción implica que, antes de que a ese bien se le pueda apreciar determinado valor de cambio vía dinero y vía precios, el bien debe alcanzar un precio monetario en el mercado, puesto que si no fuera así no formaría parte del sistema de precios y no podría ser relacionado con el resto de los bienes. Ese precio monetario previo implica que el bien debe haber sido valorado en el mercado. Y, dada la imposibilidad de una regresión infinita en base a un valor de cambio anterior, esa valoración de mercado implica la existencia de un valor de uso (del tipo que sea). En definitiva, tenemos que concluir de nuevo que no es posible la aparición de un bien con valor de cambio, pero sin valor de uso.

Hemos demostrado que el teorema regresivo del dinero no es lógicamente defectuoso. El ataque (equivocado) al teorema regresivo del dinero, es comprensible en aquellos que sienten una imperiosa necesidad de defender, por cualquier buen o mal medio argumental, la teoría de la liquidez de Fekete y Rallo. Ahora bien, el teorema regresivo del dinero de Mises forma parte de la teoría monetaria austriaca y esta teoría es incompatible con la teoría de la liquidez. Esperamos contribuir con este artículo a que la teoría de la liquidez, con su crítica al teorema regresivo, no se convierta «en un (casi) inquestionable canon» y en «un objeto de culto» para los seguidores de Rallo (2019).

# Bibliografía

- BAGUS, Philipp (2014): Defendiendo la deflación, (trad. por Ángela Martínez-Falero Manzano), Editorial Innisfree (2020).
- (2010): «El Mejor Dinero Posible: Un Comentario.» *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, 7 (2): 177–91.
- BÖHM-BAWERK, Eugen von (1889): *Teoría positiva del capital*. Madrid: Ediciones Aosta, 1998.
- GRAF, Konrad S. (2013): «On the origins of Bitcoin: stages of monetary evolution». Web. [Consulta: 21-02-2023]  
<[https://static1.squarespace.com/static/5720adbdc6fc0891cbcce17c/t/580d685959cc689a7b411ba4/1477275058522/On+the+Origins+of+Bitcoin+ Graf+03.11.13.pdf](https://static1.squarespace.com/static/5720adbdc6fc0891cbcce17c/t/580d685959cc689a7b411ba4/1477275058522/On+the+Origins+of+Bitcoin+Graf+03.11.13.pdf)>.
- HANSEN, Kristoffer (2019): «The Menger-Mises Theory of the Origin of Money - Conjecture of Economic Law.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 22 (1): 26–48.
- HUERTA DE SOTO, Jesús (1998): *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Madrid: Unión Editorial; 7ª edición, Madrid 2020.
- HÜLSMANN, J. G. et altera (2012): *Theory of money and fiduciary media*, Auburn, Alabama, Mises Institute.
- MENGER, Carl (1892a): *El dinero*. Madrid: Unión Editorial, 2013
- (1883, 1884, 1889): *El método de las ciencias sociales*, Madrid: Unión Editorial (2006).
- (1892b): «El origen del dinero» Web. [Consulta: 18-02-2023]  
<<http://www.eumed.net/cursecon/textos/Menger-origen-dinero.pdf>>.
- (1871): *Principios de Economía Política*. Madrid: Unión Editorial (segunda edición 1997, séptima reimpresión 2019).
- MISES, Ludwig von (1949): *La acción humana*. Madrid: Unión Editorial, 2007. 15ª edición, 2023.

— (1912): *La teoría del dinero y del crédito*. Madrid: Unión Editorial, 1997.

— (1990): *Money, Method, and the Market Process: essays by Ludwig von Mises*. Selected by Margit von Mises. United States of America: Kluwer Academic Publishers, 1990.

— (1978): *On the Manipulation of Money and Credit: Three Treatises on Trade-Cycle Theory*, Indianapolis, Liberty Fund (2011).

— (1957): *Teoría e Historia*, Madrid, Unión Editorial (2004).

NORTH, G. (2012): «The Regression Theory as Conjectural History», en *Theory of Money and Fiduciary Media*, edited by Hülsmann G., Auburn

(Alabama), Ludwig von Mises Institute, pp. 167-175.

RALLO, J.R. (2019): *Una crítica a la teoría monetaria de Mises: un replanteamiento de la teoría del dinero y del crédito de la Escuela Austriaca de Economía*, Madrid, Unión Editorial.

— (2023): «Por qué el teorema regresivo del dinero es lógicamente defectuoso», (*Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, 20 (1).

ROTHBARD, Murray N. (1995): *Historia del pensamiento económico* (Vol. I): *El pensamiento económico hasta Adam Smith*. Madrid: Unión Editorial, 1999 (segunda reimpresión, 2012).

— (1976): «La teoría austriaca del dinero». *Revista Libertas* 13 (Octubre) Instituto Universitario ESEADE. Web [Consulta: 20-02-2023]

<[http://www.eseade.edu.ar/files/Libertas/32\\_2\\_Rothbard.pdf](http://www.eseade.edu.ar/files/Libertas/32_2_Rothbard.pdf)>.

— (1963): *¿Qué ha hecho el gobierno con nuestro dinero?* Auburn, Alabama: Mises Institute, 2008 (Editorial Innisfree).

SALERNO, Joseph (2020): «Why You Should Read Human Action—Very Carefully.» *Mises Wire*(blog). August 16, 2020. <<https://mises.org/wire/why-you-should-read-human-action-very-carefully>> Web [Consulta: 20-02-2023].

SERRANO, Joel (2022a): «La liquidez frente al teorema de la regresión del dinero: una crítica a J.R. Rallo». *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, 19(1), pp. 63-96, doi:10.52195/pm.v19i1.776.

— (2022b): «Polavieja no comprendió a Mises, tampoco a Menger» Instituto Juande Mariana. Web [Visto el 24-02-2023] <https://juandemariana.org/ijm-actualidad/analisis-diario/polavieja-no-comprendio-a-mises-tampoco-a-menger1/>.

SURDA, Peter (2012): «Economics of Bitcoin: Is Bitcoin an alternative to fiat currencies and gold?

<<http://dev.economicsofbitcoin.com/mastersthesis/mastersthesis-surda-2012-11-19b.pdf>> Web [Consulta: 25-02-2023].

— (2014): «The Origin, Classification and Utility of Bitcoin» SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=2436823>> or

<<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2436823>> Web [Consulta: 27-02-2023].

WHITE, L. H. et altera (2014): «Ludwig von Mises's The Theory of Money and Credit at 101.» Online Library of Liberty.

<<https://oll.libertyfund.org/page/liberty-matters-lawrence-white-mises-theory-of-money-credit>> Web [Consulta: 18-02-2023].

# Índice de Contenidos

- I. Introducción
- II. El enfoque de la Escuela Neobancaria
- III. Aumento de la demanda de dinero en el sistema monetario ideal
- IV. Críticas a la doctrina de las letras reales («Real Bills»)
- V. El enfoque de la Escuela Bancaria («Feketiana»)
- VI. El descalce de plazos no es la causa del ciclo, y puede ser sostenible y dinámicamente eficiente
- VII. Algunas aclaraciones sobre la Teoría Monetaria de Mises
- VIII. Conclusión
- IX. Bibliografía

Anexo:  
Porqué el teorema regresivo del dinero no es lógicamente defectuoso

*Por: Phillip Bagus y Joel Serrano*

- X. Planteamiento general: el teorema de la regresión se mantiene incólume
- XI. La imposibilidad lógica de un bien con valor de cambio y sin valor de uso
- XII. Bibliografía

